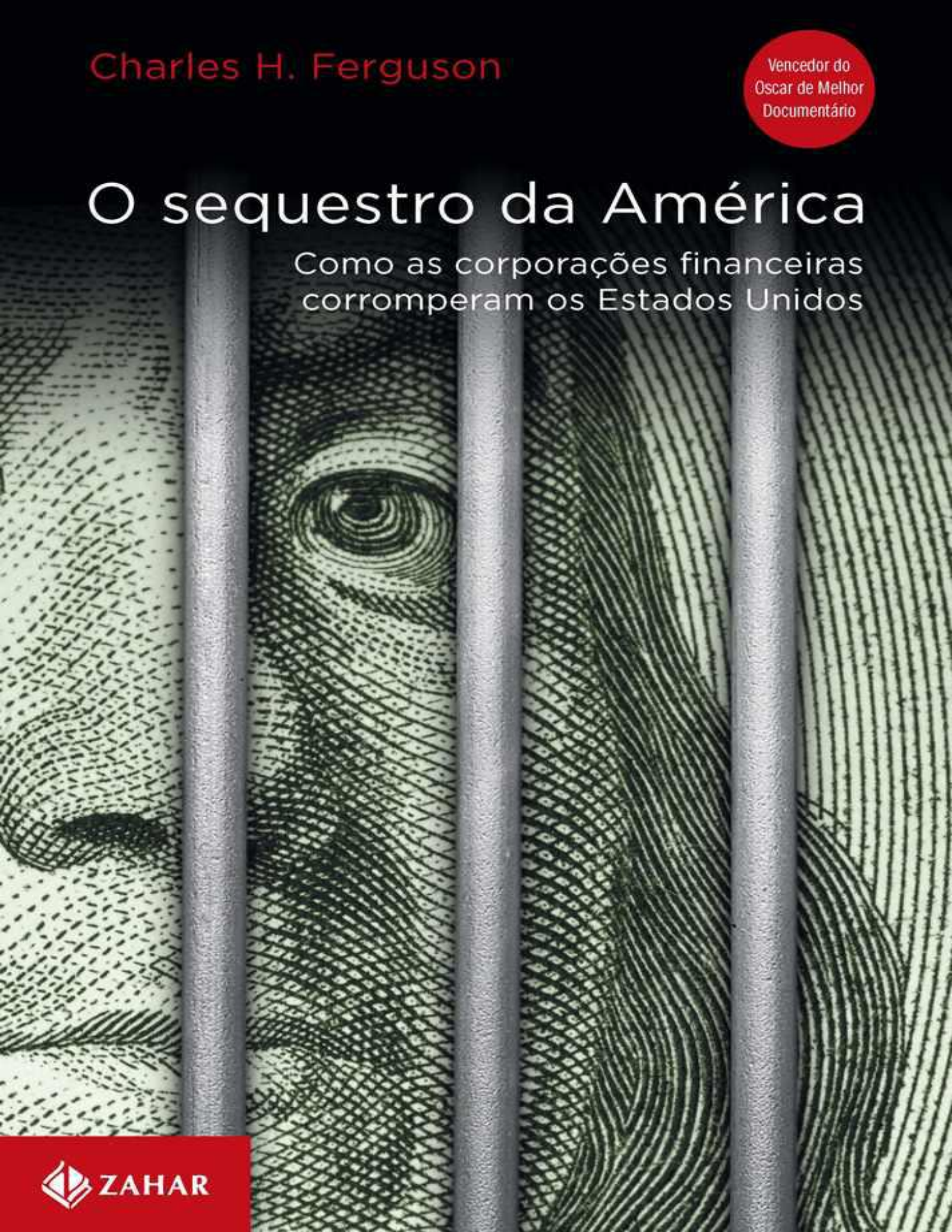
Charles H. Ferguson

Vencedor do Oscar de Melhor Documentário

O sequestro da América

Como as corporações financeiras corromperam os Estados Unidos



ZAHAR

DADOS DE COPYRIGHT

Sobre a obra:

A presente obra é disponibilizada pela equipe ***Le Livros*** e seus diversos parceiros, com o objetivo de oferecer conteúdo para uso parcial em pesquisas e estudos acadêmicos, bem como o simples teste da qualidade da obra, com o fim exclusivo de compra futura.

É expressamente proibida e totalmente repudíavel a venda, aluguel, ou quaisquer uso comercial do presente conteúdo

Sobre nós:

O ***Le Livros*** e seus parceiros disponibilizam conteúdo de dominio publico e propriedade intelectual de forma totalmente gratuita, por acreditar que o conhecimento e a educação devem ser acessíveis e livres a toda e qualquer pessoa. Você pode encontrar mais obras em nosso site: ***LeLivros.us*** ou em qualquer um dos sites parceiros apresentados neste link.

"Quando o mundo estiver unido na busca do conhecimento, e não mais lutando por dinheiro e poder, então nossa sociedade poderá enfim evoluir a um novo nível."

leLivros

Charles H. Ferguson

O sequestro da América

Como as corporações financeiras
corromperam os Estados Unidos

Tradução:
Alexandre Martins

Revisão técnica:
Eduardo Sá

ZAHAR

Para Athena Sofia e Audrey Elizabeth,
duas mulheres que mudaram minha vida

Sumário

1. Onde estamos agora

2. Abrindo a caixa de Pandora: a era da desregulamentação, 1980-2000

3. A bolha, parte um: pegando emprestado e emprestando nos anos 2000

4. Wall Street cria uma bolha e a dá de presente ao mundo

5. Tudo desmorona: alertas, predadores, crises, respostas

6. Crime e castigo: o sistema bancário e a bolha como atividades criminosas

7. Agentes de dor: finanças desregulamentadas como indústria subtrativa

8. A torre de marfim

9. Os Estados Unidos como um jogo de cartas marcadas

10. O que deveria ser feito?

Glossário
Notas
Agradecimentos
Índice remissivo

1. Onde estamos agora

MUITOS LIVROS JÁ FORAM escritos sobre a crise financeira, mas há duas razões pelas quais decidi que ainda era importante escrever este.

A primeira razão é que os caras maus escaparam e, surpreendentemente, houve pouco debate público a esse respeito. Quando recebi o Oscar de melhor documentário em 2011, eu disse: “Três anos após uma horrível crise financeira causada por fraude em massa, nenhum executivo financeiro foi para a cadeia. E isso é errado.” Questionados posteriormente sobre a falta de processos, altos funcionários do governo Obama responderam de maneira evasiva, sugerindo que não havia acontecido nada ilegal ou que as investigações prosseguiam. Nenhum dos principais candidatos republicanos à presidência levantou o assunto.

No começo de 2012 não havia *ainda* um único processo penal contra um alto executivo financeiro relacionado à crise financeira. Nem o governo federal fez qualquer tentativa séria de usar ações civis, confisco de bens ou liminares para multar ou obter indenizações dos responsáveis por lançar a economia mundial na recessão. Não porque não tenhamos evidências de comportamento criminoso. Desde o lançamento do meu filme surgiu um grande volume de material novo, em especial a partir de processos particulares, que revela – por intermédio de trocas de e-mails e outras provas – que muitos banqueiros, incluindo altos administradores, sabiam exatamente o que estava acontecendo, e que isso era altamente fraudulento.

Mas mesmo deixando de lado esta crise, há hoje evidências abundantes de comportamento criminoso disseminado e impune no setor financeiro. Mais à frente neste livro repassarei a lista do que já sabemos, que é *muito*. Além do comportamento que causou a crise, grandes bancos americanos e europeus foram flagrados auxiliando a fraude empresarial da Enron e de outros, lavando dinheiro para cartéis de drogas e para as forças armadas iranianas, ajudando em evasão fiscal, escondendo ativos de ditadores corruptos, conspirando para definir preços e cometendo muitas formas de fraude financeira. Há hoje evidências esmagadoras de que ao longo dos últimos trinta anos o setor financeiro dos Estados Unidos se tornou um setor sem princípios. À medida que sua riqueza e seu poder aumentavam, ele subverteu o sistema político do país (incluindo *os dois* partidos políticos), o governo e instituições acadêmicas de modo a se livrar de controle externo. À medida que a desregulamentação avançou, o setor financeiro se tornou cada vez mais antiético e perigoso, gerando crises cada vez maiores e uma criminalidade cada vez mais flagrante. Desde os anos 1990 seu poder tem sido suficiente para proteger os banqueiros não apenas de uma regulamentação efetiva, mas da própria legislação penal. O setor financeiro é hoje um setor parasitário e desestabilizador que constitui um grande empecilho ao crescimento econômico americano.

Isso significa que processos penais não são apenas uma questão de vingança, ou mesmo de justiça. Punição de verdade para o crime financeiro em grande escala é um elemento vital da rerregulamentação financeira, que por sua vez é essencial para a saúde econômica e a estabilidade dos Estados Unidos (e do mundo). Regulamentação é bacana, mas a ameaça de prisão faz a pessoa se concentrar. Um conhecido especialista, o gângster Al Capone, disse uma vez: “Você pode ir muito mais longe na vida com uma

palavra gentil e uma arma do que apenas com uma palavra gentil.” Se os executivos financeiros souberem que irão para a cadeia ao cometer grandes fraudes que ameacem a economia mundial, e que sua riqueza ilegal será confiscada, provavelmente terão uma tendência muito menor a cometer tais fraudes e causar crises financeiras globais. Então, uma razão para escrever este livro é apresentar em detalhes claros os argumentos para processos penais. Neste livro demonstro que muito do comportamento por trás da bolha e da crise foi literalmente criminoso, e que a falta de processos é quase tão ultrajante quanto o comportamento original do setor financeiro.

A segunda razão pela qual decidi escrever este livro foi que a ascensão das finanças predatórias é ao mesmo tempo causa e sintoma de uma mudança mais ampla e ainda mais perturbadora na economia e no sistema político dos Estados Unidos. O setor financeiro está no cerne de uma nova oligarquia que ascendeu ao poder nos últimos trinta anos, e que modificou profundamente a vida americana. Os capítulos finais deste livro são dedicados a analisar como isto aconteceu e o que significa.

A partir de 1980 a sociedade americana começou a passar por uma série de alterações profundas. Desregulamentação, redução da aplicação das leis antitruste e mudanças tecnológicas levaram a uma concentração crescente na indústria e nas finanças. O dinheiro começou a desempenhar um papel maior e mais corruptor na política. Os Estados Unidos ficaram atrás de outros países em educação, infraestrutura e no desempenho de suas principais indústrias. A desigualdade aumentou. Como resultado dessas e de outras mudanças, os Estados Unidos estavam se transformando em um jogo de cartas marcadas – uma sociedade que nega oportunidades aos que não são filhos de famílias ricas, uma sociedade que

se assemelha mais a uma ditadura terceiro-mundista do que a uma democracia avançada.

Os protestos do Occupy Wall Street, que começaram em Nova York em setembro de 2011 e depois rapidamente se espalharam pelos Estados Unidos e pelo mundo, foram de início pouco claros em seus objetivos. Mas os manifestantes estavam absolutamente certos em uma coisa: nos últimos trinta anos os Estados Unidos foram tomados por uma oligarquia financeira amoral, e o sonho americano de oportunidade, educação e mobilidade social está hoje em grande medida limitado ao pequeno percentual mais abastado da população. As políticas federais estão sendo cada vez mais ditadas pelos ricos, pelo setor financeiro e por outros setores poderosos (embora algumas vezes muito mal administrados) como telecomunicações, assistência médica, automobilístico e energético. Essas políticas são implantadas e louvadas pelos servos voluntários desses grupos, em especial a liderança cada vez mais comprada dos partidos políticos, da academia e da indústria do lobby americanos.

Caso não seja interrompido, esse processo transformará os Estados Unidos em uma sociedade decadente e injusta com uma população empobrecida, raivosa e ignorante sob o controle de uma pequena elite ultrarrica. Tal sociedade seria não apenas imoral, mas também instável e perigosamente fértil para o extremismo religioso e político.

Até o momento os dois partidos políticos foram muito inteligentes e eficazes em esconder essa nova realidade. De fato, os dois partidos criaram uma espécie inovadora de cartel – um acerto que chamei de *duopólio* político americano, e que analiso detalhadamente mais à frente. Os dois partidos mentem sobre o fato de que se venderam ao setor financeiro e aos ricos. Até agora eles tiveram bastante sucesso com a mentira, em parte ajudados pelo enorme volume de dinheiro que é gasto hoje com propaganda

política enganosa e manipuladora. Mas isso não pode durar indefinidamente; os americanos estão ficando com raiva, e mesmo quando equivocadas ou mal informadas, as pessoas têm uma sensação profunda, visceral, de que estão sendo sacaneadas. Tanto o movimento conservador Tea Party quanto o Occupy Wall Street são pequenos sinais iniciais disso.

Portanto, não vou perder muito tempo descrevendo formas de regulamentar credit default swaps a descoberto, melhorar padrões de contabilidade para contas não registradas no balanço patrimonial, implantar a regra de Volcker contra a especulação, aumentar o capital mínimo ou mensurar a alavancagem dos bancos. Essas são coisas importantes a fazer, mas são questões táticas e relativamente fáceis de administrar caso se tenha um sistema político, uma economia, um ambiente acadêmico e uma estrutura de regulamentação saudáveis. O verdadeiro desafio é descobrir como os Estados Unidos podem arrancar o controle de seu futuro das mãos dessa nova oligarquia e recuperar sua posição como uma nação próspera, justa e instruída. Pois se não fizermos isso, o atual padrão de grande concentração de riqueza e poder irá se agravar, e poderemos ver o mergulho paulatino da maior parte da população americana na miséria.

Antes de entrarmos no cerne dessas questões, eu talvez devesse fazer um comentário sobre minhas convicções. Não sou contra empresas, lucros ou enriquecimento. Não tenho nenhum problema com pessoas ficando bilionárias – caso consigam isso vencendo uma disputa justa, caso suas realizações justifiquem isso, caso paguem sua parcela justa de impostos e caso não corrompam sua sociedade. As pessoas que fundaram a Intel ficaram muito ricas – e isso é ótimo. Elas tinham doutorado em física. Elas trabalharam muito duro. Trataram seus funcionários com justiça. E nos deram mil vezes mais do que tomaram. Em sua primeira

década de operações, a Intel inventou microprocessadores e as três formas mais importantes de memórias de semicondutores. Um dos fundadores da Intel – Robert Noyce, que eu uma vez tive a honra de conhecer – foi ele mesmo um dos inventores do circuito integrado. Não tenho nenhum problema com o fato de que Bob Noyce, Gordon Moore e Andy Grove ganharam muito dinheiro. O mesmo vale para Larry Ellison, da Oracle; Steve Jobs e Steve Wozniak, da Apple; os fundadores de Google, eBay, Craigslist, Amazon e Genentech, e, a propósito, Warren Buffett.

Mas não foi assim que a maioria das pessoas citadas neste livro ficou rica. A maioria delas ficou rica por conta de boas ligações e falta de escrúpulos. E elas estão criando uma sociedade na qual se pode cometer crimes econômicos terrivelmente daninhos com impunidade, e na qual apenas os filhos dos ricos têm a oportunidade de fazer sucesso.

É com *isso* que eu tenho problemas. E acho que a maioria das pessoas concorda comigo.

A visão dos 99% de baixo

A crise financeira de 2008 foi o pior revés econômico para os Estados Unidos e para todo o planeta desde a Grande Depressão, em 1929. Em 2007, quando a bolha financeira acabou, o crescimento econômico do país diminuiu para um anêmico 1,9%. Em 2008, o PNB de fato caiu 0,3% – seguido por uma queda de 3,5% em 2009. O ano de 2010 finalmente viu uma “recuperação”, com crescimento do PNB em 3%. Mas isso não ajudou muito. A recuperação foi modesta e quase não gerou empregos; o crescimento do PNB foi conseguido em grande medida por investimentos em tecnologia, e não pela contratação de pessoas.[1]

A recessão americana pós-crise terminou oficialmente em junho de 2009. Mas nos dois anos seguintes, durante a "recuperação", a renda familiar mediana nos Estados Unidos na verdade caiu cerca de 7%. O índice oficial de desemprego no começo de 2012 permanecia acima de 8%, enquanto as melhores estimativas da taxa de desemprego *real* americana variavam acima de 12%. A pobreza, em especial a pobreza infantil, atingia um nível recorde.

Desde o começo da crise, 10 milhões de americanos passaram mais de seis meses sem emprego, e 2 milhões ficaram mais de dois anos desempregados. Muitos dos desempregados esgotaram os benefícios, e outros teriam chegado ao mesmo ponto se não fosse por extensões temporárias – aceitas pelos republicanos do Congresso apenas com a condição de que os democratas concordassem com uma cara isenção fiscal que beneficia basicamente os ricos.

O desemprego forçado é danoso para todos, mas o desemprego de longo prazo abala o moral. As habilidades são esquecidas, as pessoas perdem a confiança em si mesmas, e muitas desistem. O desemprego de longo prazo, claro, também contribui para execuções de hipotecas e despejos. Não há números confiáveis, mas a população americana de sem-teto está claramente aumentando rápido – em especial nas regiões de clima mais quente atingidas de maneira dura pela quebra do mercado imobiliário como a Flórida, mas também em áreas relativamente prósperas como Seattle. Nos anos 1930 as margens do rio Americano em Sacramento eram tomadas por *hoovervilles*, as favelas da época. Hoje, funcionários públicos de Sacramento e organizações como a Safe Ground estão lidando com uma nova geração de sem-teto vivendo nas mesmas áreas que foram ocupadas durante a Depressão.[2]

Ao mesmo tempo, mais de 2 milhões de residências foram retomadas nos Estados Unidos em 2011. Distritos

escolares americanos relatam um surto de crianças sem-teto devido às execuções de hipotecas. Jornais de todo o país falam sobre adultos, com frequência casais com filhos, voltando a morar com os pais, algumas vezes dependendo somente das pensões dos pais para viver. A taxa de pobreza nos Estados Unidos está aumentando vertiginosamente, para mais de 15% em 2011, incluindo mais de 16 milhões de crianças. Desde o começo da crise, o número de pessoas usando cupons de alimentação teve um salto de 18 milhões, um aumento de 70%. Contudo, ao mesmo tempo, o 1% superior da população americana continuou a aumentar sua parcela da renda total e da riqueza americana, para o nível mais alto desde o final dos anos 1920.[3]

Os balanços patrimoniais das empresas estão bem; as empresas americanas estão sentadas sobre 2 trilhões de dólares em dinheiro. Mas os governos americanos *não* estão bem. A crise e a recessão, juntamente com os gastos emergenciais necessários para impedir um holocausto financeiro, provocaram um aumento de 50% da dívida nacional. O déficit federal continua descontrolado, e muitos governos estaduais e municipais cortaram serviços essenciais, incluindo educação e segurança pública, por falta de dinheiro.

Enquanto isso a Europa sofre com uma *nova*, e crônica, crise financeira provocada pela dívida dos governos europeus. Como no caso dos Estados Unidos, o problema da dívida europeia foi muito agravado pelos gastos de emergência necessários para impedir que a crise de 2008 provocasse uma Grande Depressão no século XXI.

Nos países mais afetados pela crise da dívida europeia – Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha –, os padrões de vida declinaram agudamente. No começo de 2012 o índice de desemprego oficial na Espanha era de 23%; o índice de desemprego em Portugal era de 12%; na Irlanda, de 14%; na Grécia, de 22%. A Grécia, cujo governo anterior

contratara o Goldman Sachs para ajudá-lo a falsificar as contas nacionais e esconder da União Europeia seus déficits orçamentários, não podia mais pagar a dívida governamental de 300 bilhões de dólares. A partir de 2011 (e como condição para a renegociação da dívida grega), a União Europeia, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional (FMI) obrigaram a Grécia a criar novos impostos e a fazer cortes draconianos nos salários e pensões do funcionalismo público. A Grécia tem uma enorme e cara estrutura de empreguismo, mas até agora ela permaneceu intocada; em vez disso a maior parte do sofrimento tem sido suportada pelas pessoas trabalhadoras e honestas. Professores do ensino médio e superior tiveram cortes salariais de 30% ou mais, o desemprego disparou e o PIB caiu 6% em 2011. Eclodiram conflitos na Inglaterra, na Itália e na Grécia, e grandes manifestações populares tomaram esses países, bem como Espanha, Alemanha e França.[4]

Mas em muitos sentidos foram os Estados Unidos que mais mudaram. Para a maioria dos americanos, há muitos anos salários e renda familiar total têm se mantido estáveis ou diminuído. A crise financeira, a recessão e a "recuperação" sem empregos que os Estados Unidos experimentaram desde 2008 são apenas a mais recente e pior provação de um processo que começou muitos anos antes. De fato, mesmo durante a prosperidade artificial da bolha financeira de 2001-2007 os salários dos americanos médios permaneceram estáveis ou diminuíram, enquanto a renda dos ricos disparou.

Nenhum outro país desenvolvido, nem mesmo a Grã-Bretanha com sua tradicional divisão social, chega perto das extremas desigualdades de renda e riqueza dos Estados Unidos em 2012. Entre 2001 e 2007, os anos da grande bolha financeira, o 1% superior das famílias americanas ficou com metade do crescimento total de

renda do país. Não costumava ser assim; a mudança começou nos anos 1980. A parcela de renda tributável da camada superior de 1%, incluindo ganhos de capital, passou de 10% em 1980 para 23% em 2007. É a mesma percentagem que vigorara em 1928, e aproximadamente o triplo da parcela que o 1% mais alto detinha nos anos 1950 e 1960, quando os Estados Unidos tinham um crescimento econômico muito maior e nenhuma crise financeira. Com a queda violenta das ações desde a quebra financeira, a parcela do 1% superior caiu para "apenas" 17% em 2009, mas depois subiu novamente para cerca de 20%. Hoje a riqueza americana é ainda mais concentrada que a renda – o 1% mais rico dos americanos possui cerca de um terço de toda a riqueza líquida do povo americano, e mais de 40% de toda a riqueza financeira dos Estados Unidos. Isso é mais que o dobro da parcela detida pela camada inferior de 80% da população.[5]

Em consequência, nem todos sofreram na década anterior; CEOs, o setor financeiro, o de energia, lobistas e os filhos dos já ricos se saíram bem. Desde 2000 as quatro maiores petroleiras americanas acumularam mais de 300 bilhões de dólares em lucros *excedentes* – definidos como lucros acima da taxa de lucro da década anterior. Os bônus dos bancos de investimento foram enormes também – estimados em 150 bilhões de dólares ao longo da década. O salário anual *médio* dos banqueiros de Nova York, que hoje é de 390 mil dólares, permaneceu basicamente igual mesmo depois que o setor entrou em colapso em 2008.

O outro lado do aumento da desigualdade no país é um declínio obsceno e moralmente indefensável da justiça da sociedade americana – em educação, oportunidade de emprego, renda, riqueza e mesmo saúde e expectativa de vida. Com exceção das famílias ricas, as crianças nos Estados Unidos têm hoje menos educação que os pais, e irão ganhar menos dinheiro que eles. Ainda pior, as

oportunidades e as vidas dos jovens americanos são cada vez mais determinadas pela riqueza dos pais, não por suas próprias capacidades ou seus esforços.

Muitos americanos sem dúvida ainda acreditam no sonho americano. É o caso de pensar por quanto tempo conseguirão sustentar essa ilusão, pois os Estados Unidos estão se transformando em um dos países industrializados mais injustos, mais rígidos e com menos mobilidade social. Nos Estados Unidos, hoje, a renda familiar tem peso de aproximadamente 50% para determinar as perspectivas econômicas de um filho durante a vida. Alemanha, Suécia e mesmo a França, com sua forte estrutura de classe, são hoje sociedades mais justas e com maior mobilidade social que os Estados Unidos – em média a renda familiar tem peso de apenas cerca de 30% na determinação do desempenho da geração seguinte. As sociedades realmente igualitárias com grande mobilidade são Canadá, Noruega, Dinamarca e Finlândia, onde a renda dos pais responde por apenas cerca de 20% dos ganhos de um filho durante a vida. Mesmo muitos países "em desenvolvimento", como Taiwan e Coreia do Sul, têm hoje graus de oportunidade e igualdade superiores aos dos Estados Unidos. Por exemplo: alguém que nasça hoje em uma família pobre na Coreia do Sul ou em Taiwan tem uma probabilidade muito maior de concluir o ensino médio e sair da pobreza do que alguém nascido em uma família pobre nos Estados Unidos. Muitos dos cidadãos desses países também têm expectativas de vida superiores às dos americanos.[6]

Agora estão longe os dias em que mesmo uma formação superior nos Estados Unidos era financeiramente acessível a todos ou garantia de uma vida boa. Tecnologia, globalização e decisões empresariais achataram os salários e terceirizaram muitas vagas de empregos de colarinho-branco, tanto quanto vêm espremendo os empregos das classes operárias. Hoje, para abrir caminho em direção à

classe média alta com segurança, é preciso um diploma de uma instituição de elite e/ou uma pós-graduação. E os estudantes que podem frequentar essas instituições de elite saem, em número esmagador, das famílias mais ricas dos Estados Unidos. De fato, educação superior de qualquer tipo – graduação e pós-graduação, particular e pública, de elite e mediana – está se tornando muito mais cara; e o acesso a ela, muito mais desigual. Com o aperto nos orçamentos públicos estaduais e municipais, mesmo faculdades estaduais e comunitárias estão se tornando muito caras, de modo que os filhos de famílias operárias ou pobres precisam cada vez mais escolher entre não ir para a faculdade ou se formar com uma montanha de dívidas. Consequentemente, os índices de conclusão de cursos superiores nos Estados Unidos estagnaram, e são hoje inferiores aos de muitos outros países.

Agora, tendo desperdiçado trilhões em guerras malconduzidas, cortes de impostos destinados sobretudo aos ricos, uma gigantesca bolha imobiliária e enormes resgates dos bancos, os Estados Unidos enfrentam grandes problemas fiscais. Ao mesmo tempo, a competitividade econômica fundamental americana diminuiu bastante, à medida que sua infraestrutura física, seus serviços de banda larga, sistema de ensino, preparo da força de trabalho, cuidados de saúde e políticas energéticas não acompanharam as necessidades de uma economia avançada. Contudo, como veremos mais à frente, isso não é unicamente, ou mesmo essencialmente, uma questão de dinheiro; é uma questão de política e prioridades. Em alguns setores, gastos públicos insuficientes são de fato um problema. Mas em muitas áreas, como a saúde, os Estados Unidos são uma sociedade que gasta muito *mais* que outros países sem, contudo, conseguir os mesmos resultados.

A principal razão para isso é que grupos de interesse com grande poder político conseguiram impedir reformas –

serviços financeiros, energia, defesa, telecomunicações, indústrias farmacêutica e alimentícia; advogados, contadores e médicos e, em menor grau, vários sindicatos. Esses e outros grupos, incluindo, claro, lobistas e políticos, resistiram ferozmente a esforços para melhorar o futuro dos Estados Unidos à sua custa.

Enquanto isso, os dois partidos políticos estão ignorando, mentindo sobre e/ou explorando os problemas econômicos, sociais e educacionais muito reais do país. Esse processo começa a produzir um perigo adicional: a demagogia. À medida que os Estados Unidos entram em decadência, extremistas religiosos e políticos começam a explorar a insegurança e o descontentamento crescentes da população. Até o momento isso assumiu a forma principalmente de ataques ao governo federal, a impostos e gastos sociais. Contudo, algumas vezes também assume formas mais radicais: cristianismo anticientífico e fundamentalista, ataques à educação, ao ensino da evolução, a vacinas e atividades científicas, e demonização de grupos, como imigrantes, muçulmanos e pobres.

Pairando acima de tudo isso há uma impressionante, embora completamente cínica, inovação por parte dos políticos americanos: o duopólio político. Ao longo do último quarto de século os líderes dos *dois* partidos políticos aperfeiçoaram um sistema impressionante de permanecer no poder enquanto servem à nova oligarquia dos Estados Unidos. Ambos recebem um enorme volume de dinheiro, sob muitas formas – doações de campanha, lobbies, contratações pelo setor privado, favores e acesso especial de diversos tipos. Políticos dos dois partidos enriquecem e traem os interesses do país, incluindo a maioria das pessoas que votaram neles. Mas os dois partidos ainda conseguem apoio porque exploram habilmente a polarização cultural dos Estados Unidos. Os republicanos alertam os conservadores para os perigos de secularismo, impostos,

aborto, bem-estar social, casamento gay, controle de armas e liberais. Os democratas alertam os social-liberais para os perigos de armas, poluição, aquecimento global, proibição do aborto e conservadores. Ambos os partidos fazem uma cena pública de como seus confrontos são ácidos e como seria perigoso que o outro partido chegasse ao poder, enquanto se prostituem com o setor financeiro, indústrias poderosas e os ricos. Assim, a própria intensidade das diferenças entre os dois partidos quanto a "valores" permite a eles cooperar no que diz respeito a dinheiro.

Desde a crise financeira de 2008 a política federal tem sido subsidiar bancos e banqueiros grandemente, ao mesmo tempo ampliando os cortes de impostos para os ricos implantados pelo governo Bush. Com seus bônus e suas empresas recuperados, os banqueiros esqueceram a fingida humildade com que suplicavam por ajuda federal. Da mesma forma como, infelizmente, foi esquecido o fato de que quando os bancos estavam desesperados e dependentes em 2008 e 2009, o governo federal tinha uma oportunidade sem paralelos de enfim colocá-los sob controle – uma oportunidade que os governos Bush e Obama ignoraram e desperdiçaram por completo. Esses mesmos banqueiros estão agora entre os primeiros a alertar para o déficit federal, insistir em mais cortes de impostos para manter a competitividade e avisar de forma soturna que qualquer regulamentação adicional irá estrangular a "inovação" que os deixou ricos, mesmo tendo destruído a economia mundial.

Mas é de se esperar que eles se comportem assim. Nos últimos trinta anos, os interesses econômicos do 1% mais rico da população – que hoje controla a riqueza do país, suas empresas e sua política – divergiram de forma clara dos interesses dos outros americanos.

A economia de dossel

Ecossistemas de dossel são mundos de flora e fauna que existem nas copas de árvores muito altas e em grande medida operam independentemente dos múltiplos biossistemas em camadas dispostas abaixo deles. Eles fazem isso em parte por terem maior acesso à luz do sol, mas ao fazê-lo impedem que o sol atinja o que está abaixo.

A enorme renda acumulada pela estreita fatia da superelite no alto da pirâmide da riqueza criou uma espécie de "economia de dossel" global que perdeu suas ligações com os países e as pessoas dos quais brotaram. No ponto mais alto, os principais executivos, negociadores e corretores de bancos e corporações globais embolsam remunerações de oito dígitos de modo rotineiro. São pessoas com quatro ou cinco mansões ao redor do mundo, iates, jatinhos executivos a qualquer lugar e hora, limusines, empregados, acesso, poder. Podem se permitir qualquer pequeno capricho – como o hábito do presidente da Blackstone, Steve Schwarzman, de ter patas de caranguejo de 400 dólares enviadas de avião para onde quer que ele esteja passando férias.

O impacto econômico dessa desigualdade é altíssimo hoje. A riqueza e o poder da nova elite dos Estados Unidos são ao mesmo tempo uma pista e uma causa da recuperação muito morna que o país teve da crise financeira. As empresas estão se afogando em dinheiro, mas os americanos médios não têm o que gastar. A produtividade do trabalho aumentou drasticamente, subindo quase inéditos 5,4% em 2009. Então por que as empresas americanas não começam a contratar, e por que o salário médio está diminuindo?

Em parte a resposta é que a educação e o preparo da população americana estão perdendo duas corridas – uma contra o progresso tecnológico e outra contra o grau de

especialização dos trabalhadores em outros países de baixa remuneração. A educação é a variável determinante aqui. Na era da internet os Estados Unidos só podem ser um país de alta renda e pleno emprego se a maior parte de sua força de trabalho tiver educação e especialização superiores às disponíveis na Índia, na China e em outros lugares com salários muito menores. E de fato os americanos com mestrado em ciência da computação em Stanford ou no MIT ainda se saem muito bem. Mas a maioria dos americanos não participa da economia de alta tecnologia porque a maior parte do sistema de ensino dos Estados Unidos é uma bagunça. Os índices de conclusão dos ensinos médio e superior são demasiado inadequados, atrás não apenas daqueles da maioria dos países europeus, mas também de países asiáticos como Taiwan, Cingapura e Coreia do Sul. (O índice de conclusão do ensino médio nos Estados Unidos está em torno de 80%, provavelmente declinando; o da Coreia do Sul é de mais de 95%.) E, como os imigrantes podem atestar, o ensino médio nos Estados Unidos é uma piada em comparação com o ensino médio na Coreia do Sul e em Taiwan.

Mas outro enorme motivo para o declínio da economia americana, e do salário médio americano, é a mudança no equilíbrio de poder entre a nova oligarquia do país, o governo federal e o resto da população. Decisões de investimento, salários e políticas governamentais são determinados em grande medida pelas pessoas na economia de dossel. Isso produz duas consequências profundas.

A primeira é que empresas americanas bem administradas e de sucesso de fato estão investindo, mas não em pessoas, e não nos Estados Unidos. CEOs consideram muito melhor comprar sistemas de tecnologia de informação e usar trabalho barato no exterior.

Grandes empresas como GE, Boeing, Caterpillar, Ford e Apple têm hoje em média cerca de 60% de suas vendas no exterior. (No caso da Intel são 84%.) Desde o tempo em que Ronald Reagan era seu porta-voz, a GE parecia ser a empresa americana por definição. Porém, mais de metade dos empregados, do faturamento e do patrimônio da GE estão em costas distantes. O faturamento da Caterpillar no exterior corresponde a aproximadamente 68% do total. Seus maiores investimentos e aquisições recentes incluem duas fábricas de motores, uma fábrica de escavadeiras e uma fábrica de equipamento de mineração na China; uma fábrica de motores na Alemanha, uma fábrica de caminhões na Índia e uma fábrica de bombas e motores no Brasil. Ford, GM, IBM e quase todas as outras indústrias ou empresas de serviços têm em grande medida o mesmo perfil. Dos 2 trilhões de dólares nos balanços patrimoniais americanos, cerca de 1 trilhão na verdade está estacionado no exterior.[7]

A GE foi pioneira na terceirização, começando com serviços de processamento de dados, usando fornecedores de baixo custo como a Índia. Jeffrey Immelt, o CEO da empresa, foi escolhido por Obama para a presidência de um novo conselho consultivo econômico da Casa Branca no começo de 2011 poucos meses após ter fechado uma série de fábricas de lâmpadas americanas e transferido a produção para a China. Como muitas outras empresas do país, a GE também usou suas operações globais para proteger de impostos o faturamento, conseguindo não pagar imposto de renda de pessoa jurídica nos Estados Unidos nos últimos anos a despeito de ter bilhões de dólares anuais de lucro.

Além disso, ao longo da última década, o que ainda é chamado de “terceirização” se tornou algo diferente. A opção por compras e investimentos externos passou de atividades de baixos salários e trabalho intensivo para

atividades de altíssima tecnologia e alta especialização em produção e serviços. Esse desdobramento tem sérias implicações para o futuro econômico dos Estados Unidos.

Provavelmente não seria surpresa para muitos americanos saber que a maioria de seus computadores pessoais, laptops, tablets e smartphones é hoje fabricada na Ásia. Contudo, a maioria desses aparelhos agora também é *projetada* na Ásia, por empresas asiáticas, não por empresas americanas. Na área de alta tecnologia os Estados Unidos mantêm a liderança em pesquisa avançada, projeto de sistemas, software e integração de sistemas, mas em grande medida perderam a capacidade de projetar e fabricar equipamentos de tecnologia da informação. As implicações dessa novidade para o emprego e a competitividade são profundas. A Apple, por exemplo, tem cerca de 70 mil funcionários em todo o mundo, incluindo suas lojas de varejo. Mas sua maior fornecedora, a Foxconn, uma empresa taiwanesa, tem *1,3 milhão* de funcionários. Os Estados Unidos já se tornaram um importador final de bens de alta tecnologia, e a alta tecnologia de fato emprega uma parcela menor da força de trabalho total do que na maioria dos outros países.

Mas os executivos da economia de dossel não se preocupam com nada disso. Eles veem o mundo não apenas como seu mercado, mas também como uma fonte de produtos, serviços, trabalho e componentes. Para eles a força de trabalho disponível para as empresas formalmente americanas é muito maior, e muito menos custosa, do que era há dez ou vinte anos. O dossel é um mundo de cálculos: trabalhadores indianos e chineses têm padrões de vida muito inferiores aos americanos, portanto trabalham por salários menores. Cada vez é maior o número de países com sistemas de banda larga e infraestrutura de logística (como portos, aeroportos e ferrovias) superiores aos dos Estados Unidos. Mas não faz sentido para os CEOs americanos,

pessoal ou profissionalmente, pressionar por políticas governamentais que melhorem os sistemas de ensino ou a infraestrutura dos Estados Unidos, em especial se isso também implica um aumento de impostos. Os benefícios desse investimento público são para toda a sociedade e a longo prazo, não específicos para a elite ou suas empresas. E os CEOs e banqueiros têm o dinheiro e as relações para mandar seus filhos para escolas particulares caras, para usar jatinhos executivos, investir seu patrimônio globalmente e assim evitar os problemas da decadência econômica americana.

Mas como a nova oligarquia financeira dos Estados Unidos se tornou tão rica, sobretudo durante um período de crescimento econômico relativamente baixo e renda estagnada para a maioria dos americanos? Aqui chegamos à segunda consequência profunda da nova estrutura de poder dos Estados Unidos.

A resposta completa envolve uma série de processos econômicos e políticos que tiveram início nos anos 1970 e são o tema da parte final deste livro. Mas em um aspecto a resposta é muito clara. Com algumas poucas grandes exceções – sobretudo em alta tecnologia – podemos dizer com bastante confiança que a principal fonte da riqueza da nova elite de dossel foi *não* proporcionar maior valor à sociedade. De fato, uma parcela significativa da decadência econômica dos Estados Unidos pode ser atribuída diretamente ao poder entrincheirado de executivos americanos que destruíram suas próprias empresas. Graças a muitos estudos excelentes, alguns dos quais descrevo neste livro, hoje sabemos sem sombra de dúvida que durante a maior parte dos últimos quarenta anos os setores automobilístico, siderúrgico, de computadores centrais, minicomputadores e telecomunicações dos Estados Unidos foram administrados de forma muito incompetente. Seus altos executivos ignorantes e/ou egoístas foram protegidos

de substituição por conselhos de administração complacentes, políticas antitruste frouxas, influência política e sistemas de administração empresarial ultrapassados e ineficientes.

E há o setor de serviços financeiros. O que pensar da qualidade da administração em um setor que não apenas destrói a si mesmo como quase leva a economia mundial junto? Achamos que essas pessoas merecem grande riqueza por suas realizações? E quanto a seus lobistas, advogados e contadores?

Em outras palavras, a nova elite dos Estados Unidos obteve muito de sua extrema riqueza não por meio de produtividade superior, mas principalmente por intermédio de transferência forçada por parte do resto da população americana e mundial. Essas transferências foram com frequência antiéticas ou mesmo criminosas, e tiveram ajuda inestimável de políticas de governo que reduziram impostos para os ricos, permitiram concentração industrial pela aplicação negligente da legislação antitruste, protegeram empresas ineficientes, impediram protestos sindicais, mantiveram os salários dos trabalhadores achatados, permitiram enormes fraudes do setor financeiro, resgataram-no quando ele desmoronou e protegeram crimes empresariais de medidas legais. Essas políticas governamentais foram, com diferentes graus de sutileza, compradas por seus beneficiários.

Nesse processo uma área se destaca acima de todas as outras: serviços financeiros. Em nenhum outro setor a amoralidade, a destrutividade e a cobiça da nova elite foram tão evidentes. Muito da nova riqueza do setor financeiro dos Estados Unidos foi adquirida da forma antiga – pelo roubo. A cada passo do processo de desregulamentação e concentração, as finanças americanas gradualmente se tornaram uma indústria quase criminosa, cujo comportamento acabou produzindo uma gigantesca

pirâmide global – a bolha financeira que provocou a crise de 2008. Foi, em sentido literal, o crime do século, e seus efeitos continuarão a assolar o mundo por muitos anos através da estagnação econômica dos Estados Unidos e da crise da dívida da Europa.

A maior parte deste livro é dedicada a descrever e explicar em detalhes essa pilhagem, mas uma breve visão geral é necessária.

O maior de todos os roubos de banco

Embora vários setores grandes, concentrados e politicamente poderosos tenham se beneficiado enormemente da desregulamentação e da corrupção política, os anos 2000 foram sem dúvida a década dos banqueiros. A era da desregulamentação iniciada pelos governos Reagan e Clinton havia praticamente eliminado todas as restrições a negócios, fusões e consolidações; as poucas restrições remanescentes foram então logo cortadas pelo governo Bush, junto com qualquer ameaça de sanções por processos penais ou ações civis para recuperar ganhos ilícitos.

Muitos passos do processo de desregulamentação foram dados abertamente, muitas vezes de forma orgulhosa, pois uma maioria de economistas acadêmicos e especialistas em finanças insistia em que, assim que libertados de obsoletas restrições regulatórias, os banqueiros manejariam os fluxos de capital do mundo com tal habilidade e precisão que dariam início a uma nova época de ouro. Muitos dos professores sem dúvida acreditavam em suas recomendações, embora, como veremos mais adiante, muitos deles também tenham sido belamente remunerados para defender as posições dos banqueiros. Médicos a serviço de laboratórios farmacêuticos também podem

acreditar nos produtos que empurram, mas o dinheiro sem dúvida conta, e é sábio manter algum ceticismo.

E, de fato, coisas ruins começaram a acontecer quase de modo imediato. A partir dos anos 1980 os Estados Unidos começaram a experimentar crises e escândalos em uma escala que não era vista desde os anos 1920. Mas a desregulamentação prosseguiu, culminando em leis importantes aprovadas em 1999 e 2000. Assim que se viram completamente liberados, os banqueiros muito depressa jogaram suas instituições do alto do penhasco, levando junto boa parte da economia mundial. Eles não apenas criaram e venderam um enorme volume de lixo, mas transformaram o sistema financeiro em um cassino gigante, no qual jogavam, sobretudo, com o dinheiro de outras pessoas. Considere a posição de seis grandes bancos no final de 2007 – Citigroup, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Bear Stearns e Merrill Lynch. Suas próprias contas de corretagem, nas quais corretores e executivos financeiros arriscavam dinheiro de seus bancos – ou, mais precisamente, dos acionistas e proprietários de títulos – para seu próprio lucro, eram superiores a 2 trilhões de dólares. Com efeito, seus ativos haviam aumentado em 500 bilhões de dólares apenas em 2007, quase tudo isso financiado por dinheiro emprestado.

A alavancagem – utilização de dinheiro emprestado para ampliar os negócios dos bancos de investimento – praticamente dobrou entre 2000 e 2007. Três dos maiores bancos – Lehman Brothers, Bear Stearns e Merrill Lynch – estavam alavancados a mais de trinta por um no final do ano fiscal de 2007. Isso significava que apenas 3% de seus ativos, muitos dos quais eram bastante arriscados ou mesmo fraudulentos, eram pagos com dinheiro próprio. Isso *também* significava que uma queda de meros 3% no valor de seus ativos eliminaria toda a riqueza dos acionistas e colocaria essas empresas em falência. E, de fato, no começo

de 2008 o Bear Sterns esteve a poucos dias da falência e se vendeu para o JPMorgan; em setembro o Merrill se vendeu para o Bank of America, e o Lehman Brothers foi à falência. Muitos outros também quebraram – Countrywide, New Century, Washington Mutual –, e instituições ainda maiores, como Citigroup e AIG, sobreviveram apenas graças a gigantescos resgates. Nem mesmo o Goldman Sachs, um dos bancos mais fortes, teria sobrevivido se o governo não houvesse salvado a AIG e depois a obrigado a quitar suas dívidas com o Goldman e outros grandes bancos.

Como tantos banqueiros puderam ser tão irresponsáveis? Dinheiro e impunidade, essa é a resposta. A estrutura de remuneração pessoal no sistema financeiro se tornara completamente tóxica, e os banqueiros supuseram corretamente que não seriam processados, não importando quão ultrajante fosse seu comportamento. Até os anos 1980 uma combinação de tradição, reputação e regulamentação rígida determinava a remuneração dos banqueiros e impedia grandes abusos sistêmicos. Os bancos de investimento, por exemplo, eram estruturados como sociedades, com os sócios sendo obrigados a investir seu próprio dinheiro, que compunha todo o capital da empresa. Na verdade, até 1971 *apenas* sociedades podiam ingressar na Bolsa de Valores de Nova York.

Mas nos anos 1980 tudo começou a mudar, e nos anos 2000 tanto a estrutura do setor financeiro quanto suas práticas de remuneração seriam irreconhecíveis para um banqueiro de 1975. Em todos os níveis – de corretores isolados a CEOs e conselhos de administração, passando por transações entre empresas – pessoas e companhias eram recompensadas de imediato (e normalmente em dinheiro) por produzir lucros a curto prazo, sem punições análogas por gerar perdas subsequentes. Isso foi fatal. Em finanças é muito fácil criar transações lucrativas no começo, mas com fracassos desastrosos a longo prazo. Contudo, nos

anos 2000 os banqueiros não tinham de devolver nenhum dinheiro caso isso acontecesse, portanto não se importavam. De fato, eles eram *ativamente incentivados* a ser destrutivos – para com seus clientes, seu setor, a economia como um todo, e muitas vezes até para com as próprias empresas.

Enquanto durou, a festa fez com que o setor bancário parecesse um paraíso. Durante a bolha dos anos 2000 os lucros da área dispararam para se tornar quase 40% de todos os lucros empresariais nos Estados Unidos. A remuneração média das pessoas trabalhando em bancos de investimento americanos saltou de cerca de 225 mil dólares – um número já impressionantemente alto – para mais de 375 mil dólares, patamar no qual permaneceu, mesmo após a crise. E isso apenas em dinheiro; esses números não incluem opções de ações.

E isso *na média*. Pense no que aconteceu à remuneração dos NEOs (*Named Executive Officers*), os executivos de maior remuneração (embora em qualquer ano os melhores corretores pudessem ganhar mais). Segundo o aviso aos acionistas de 2008, os cinco principais executivos do Goldman Sachs receberam em média, *cada um*, 61 milhões de dólares em remuneração em 2007. Níveis de remuneração como esses desorientam bússolas morais – assim como os elevadores privativos, os jatos particulares, as salas de jantar exclusivas e os chefs pessoais dos sócios, os helicópteros, a cocaína, as boates de strip-tease, as prostitutas, as esposas jovens e bonitas, as mansões, os empregados, os jantares oficiais na Casa Branca, os políticos e instituições de caridade bajulando e as festas multimilionárias. Não há como negar que ao correr atrás de todas essas coisas muitos banqueiros não apenas destruíram a economia mundial, como também sabotaram suas próprias instituições e, em alguns casos, eles mesmos.

E a remuneração do setor financeiro não mudou muito desde a crise. Em 2008, quando todos os bancos estavam morrendo asfixiados, a remuneração média dos mais altos executivos caiu apenas para o patamar de 2005. E, em janeiro de 2009, nas profundezas da crise que haviam causado, os bancos de investimento de Nova York concederam a seus funcionários mais de 18 bilhões de dólares em bônus em dinheiro.

Mas os bancos também são culpados de dois outros crimes, ainda maiores. O primeiro deles é terem usado sua riqueza para adquirir e manipular o poder político em vantagem própria, mas com enorme prejuízo a longo prazo para o país. Foram em grande medida as atividades políticas do setor financeiro (por intermédio de lobby, doações de campanha e contratações de antigos funcionários públicos) que nos deram desregulamentação, abandono da aplicação das leis do colarinho-branco, cortes de impostos para os ricos, enormes déficits orçamentários e outras políticas prejudiciais.

E o crime final dos banqueiros foi que, longe de dirigir recursos para atividades produtivas, o setor financeiro se tornou parasitário e perigoso – um setor semicriminoso que é um entrave à economia americana. Os bancos desestabilizaram o sistema financeiro, desperdiçaram volumes enormes de dinheiro, lançaram milhões de pessoas na pobreza crônica e bloquearam o crescimento econômico em todo o mundo industrializado por muitos anos ainda. A função dos banqueiros é alocar capital de forma eficiente reunindo poupança de famílias e empresas, e colocar esse dinheiro nos investimentos que produzem o maior retorno a longo prazo para a economia. É assim que o setor financeiro cria empregos e prosperidade – ou pelo menos a teoria econômica diz que *deveria* criar.

Mas o boom imobiliário dos anos 2000, que foi baseado em uma combinação de consumo insustentável e fraude

escancarada, não produziu nenhuma melhoria econômica. O sistema financeiro deliberadamente voltou as atenções para pessoas que eram ou um risco de crédito ou vítimas fáceis, criando novos produtos para seduzi-las e enganá-las.

No outono de 2005 o Merrill Lynch estimou que metade do crescimento econômico dos Estados Unidos estava relacionado à habitação – incluindo novas construções, vendas de imóveis, móveis e eletrodomésticos. Boa parte do restante era fruto dos enormes gastos deficitários do governo Bush. Os Estados Unidos estavam vivendo em uma economia de mentira. Finalmente, em 2008, os bancos ficaram sem vítimas e a bolha estourou.

A DESTRUIÇÃO FINANCEIRA PROVOCADA pelos banqueiros não foi um ato de Deus. Nem foi imprevista. Vozes de alerta se ergueram no começo dos anos 2000, e em volume cada vez mais alto à medida que os banqueiros se lançavam em universos de risco cada vez mais exóticos. Alguns deles estão em meu filme *Trabalho interno*: Raghuram (Raghu) Rajan, Charles Morris, Nouriel Roubini, Simon Johnson, Gillian Tett, William Ackman, Robert Gnaizda, o FMI, até o FBI. Todos foram ignorados, e mesmo ridicularizados, por aqueles que lucravam com a situação. Em grande medida, claro, os contornos desta história são conhecidos agora, e gastarei relativamente pouco tempo nisso. Portanto, a maior parte deste livro é dedicada a dois temas: primeiro, a ascensão das finanças como um setor criminalizado, fraudulento, incluindo o papel dessa criminalidade na produção da crise; e segundo, uma análise do grande aumento da desigualdade nos Estados Unidos.

Portanto, o livro é estruturado da seguinte forma: o capítulo 2 apresenta um breve histórico do período de vinte anos que levou à ascensão de um setor financeiro desregulamentado, concentrado e desestabilizador,

incluindo o ressurgimento de crises financeiras e criminalidade.

A seguir descrevo as evidências disponíveis do comportamento dos bancos nos anos 2000, incluindo o importante papel desempenhado pelo comportamento criminoso na bolha e na crise. O capítulo 3 estuda os empréstimos por hipoteca; o capítulo 4, bancos de investimento e atividades relacionadas; o capítulo 5, o advento da crise e o comportamento que ela produziu. O capítulo 6 aborda o aumento da criminalidade financeira e a justificativa para processos penais. Nem todos os atos dos banqueiros foram criminosos, claro, mas muitos o foram – sobretudo se aplicarmos os mesmos padrões que mandaram para a cadeia centenas de executivos de poupança e empréstimo nos anos 1990, sem falar no que aconteceu com as pessoas que não tiveram a sorte de trabalhar em grandes bancos de investimento quando cometeram fraudes ou lavaram dinheiro do crime.

Os quatro últimos capítulos do livro são uma análise mais ampla das mudanças recentes nos Estados Unidos. Começando pelos serviços financeiros e depois passando para a academia, outros setores da economia e o sistema político, discuto a decadência do país ao longo da última geração, levando a uma sociedade economicamente estagnada, financeiramente instável e extremamente desigual. No capítulo 7, começo examinando a transformação do setor financeiro em um setor parasitário que cada vez mais confisca, em vez de criar, a riqueza nacional.

No capítulo 8, eu me volto para a academia. Muitos espectadores de *Trabalho interno* comentaram que o elemento mais surpreendente e chocante do filme foram suas revelações sobre os conflitos de interesse acadêmicos. Ofereço aqui um exame muito mais detalhado e extenso de como o setor financeiro e outros ricos grupos de interesse

corromperam a academia americana, mudando seu papel de analista independente para mais uma ferramenta de pressão empresarial e financeira. No capítulo 9, avalio a ampla decadência dos sistemas econômico e político dos Estados Unidos. O capítulo 10 fecha o livro com uma discussão sobre os futuros alternativos disponíveis para Estados Unidos e Europa, as mudanças políticas de larga escala necessárias para reverter a decadência americana e, enfim, os possíveis caminhos para atingir esses objetivos por intermédio de ação social e política.

Essa última tarefa não será fácil. A conduta do governo Obama é um exemplo dolorosamente claro. Por razões descritas nos últimos capítulos deste livro, o duopólio político dos Estados Unidos está hoje muito entrincheirado e é resistente a mudanças. A despeito de suas alegações populistas, os dois partidos dependem do dinheiro que chega porque eles, e apenas eles, controlam a política eleitoral, e ambos resistiriam de maneira feroz a qualquer desafio a esse arranjo.

E há o último problema. Em certa medida, é preciso admitir com tristeza, o declínio dos Estados Unidos tem sido tolerado pelo povo americano. Ao longo dos últimos trinta anos a população americana se tornou menos instruída, menos disposta a poupar e investir no futuro e, compreensivelmente, muito mais desinteressada em participar da política e das instituições americanas. Como consequência, mostrou-se perturbadoramente fácil para a nova oligarquia manipular grandes segmentos da população para que tolerem e mesmo apoiem políticas que pioram as condições do país. E, claro, muitos jovens americanos simplesmente desistiram da política, em particular depois das traições de Obama.

Por enquanto eu ainda tenho fé nos instintos essencialmente bons do povo americano. Muitos esperavam e achavam que eleger Barack Obama em 2008 iria resolver

esses problemas; e agora boa parte de nós está profundamente perturbada por Obama ter se revelado mais do mesmo.

Mas não está claro que o povo americano compreende o que está acontecendo com ele, ou sabe como impedir isso. Para os Estados Unidos reverterem sua decadência será importante fazer várias coisas difíceis. Em primeiro lugar, será necessário reverter a consolidação do poder econômico exercido hoje por indústrias muito concentradas, pelo setor financeiro e pelos extremamente ricos. Além disso, será necessário fazer com que as prioridades econômicas dos Estados Unidos sejam educação, poupança e investimento a longo prazo, deixando de lado a confiança excessiva no poder militar e na energia barata. E, por fim, será necessário modificar profundamente o papel do dinheiro na política americana – em doações de campanha, publicidade política, contratação de servidores públicos pela iniciativa privada e vice-versa, ação dos lobbies e as enormes disparidades entre salários dos setores público e privado.

Há três caminhos alternativos para conseguir uma profunda reforma sistêmica: uma insurgência bem-sucedida em um dos partidos políticos existentes; a criação de um terceiro partido; e um movimento social não partidário talvez análogo aos movimentos pelos direitos civis ou pelo meio ambiente. Todos esses caminhos são difíceis. Mas os americanos já fizeram coisas difíceis antes, mesmo enfrentando uma oposição poderosa. Com frequência as impressionantes realizações dos Estados Unidos se deram em parte porque eles produziram líderes igualmente impressionantes. Esperemos que isso aconteça mais uma vez.

2. Abrindo a caixa de Pandora: a era da desregulamentação, 1980-2000

FOI NOS ANOS 1970 que os Estados Unidos encontraram pela primeira vez muitos de seus atuais problemas econômicos. Mas foi nos anos 1980 que o país começou a se prejudicar de forma séria. O governo Reagan ofereceu uma assustadora prévia do que seria o governo Bush, com direito a cortes de impostos politicamente populares, os déficits orçamentários resultantes, desemprego disseminado e um aumento repentino na desigualdade econômica.

Foi nos anos 1980 que indústrias americanas decadentes e seus CEOs despreocupados, ultrapassados, mas politicamente espertos, perceberam pela primeira vez que comprar lobistas, políticos, conselhos de administração e especialistas acadêmicos era muito menos caro e muito mais fácil do que melhorar seu desempenho. E foi também nos anos 1980 que o setor financeiro americano recém-desregulamentado entrou de novo em contato com seu lado negro, dando início a uma fase de trinta anos de consolidação, instabilidade financeira, criminalidade em grande escala e corrupção política. No final dos anos 1980 os Estados Unidos experimentaram suas primeiras crises financeiras desde a Grande Depressão, embora pelos atuais padrões elas pareçam antiquadas. Uma crise foi causada por desregulamentação e criminalidade incontida; a outra, por uma inovação financeira complexa que supostamente

reduzia o risco, mas que na verdade o aumentou. Soa familiar?

Embora centenas de executivos financeiros tenham ido para a prisão, dezenas de instituições financeiras tenham sido levadas à falência pela corrupção de seus executivos e os Estados Unidos tenham suportado suas primeiras crises financeiras sérias no pós-guerra, no final dos anos 1980 o setor financeiro estava mais rico e politicamente poderoso do que nunca. Era um gênio que os Estados Unidos ainda não conseguiam recolocar na garrafa.

Estados Unidos em conflito

Os anos entre 1972 e 1982 foram muito difíceis para os Estados Unidos. Apenas entre 1973 e 1975 o país passou pelas audiências de Watergate, Richard Nixon renunciando em desgraça para evitar o *impeachment*, a Guerra do Yom Kippur, o primeiro embargo de petróleo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), a queda do Vietnã do Sul e uma súbita recessão causada pelo primeiro choque do petróleo da Opep. Assim que os efeitos do primeiro choque do petróleo haviam passado, uma revolução islâmica derrubou o xá do Irã e a Opep triplicou os preços do petróleo novamente em 1979, gerando uma combinação sem precedentes de recessão, inflação e altas taxas de juros. Depois, para completar, a União Soviética invadiu o Afeganistão.

Mas foi também nos anos 1970 que os Estados Unidos enfrentaram pela primeira vez seus desafios econômicos mais fundamentais: o custo a longo prazo de suas forças armadas quando mal utilizadas em guerras distantes e malconduzidas; a despreocupação e a decadência interna das maiores empresas e indústrias do país; a competição asiática baseada no modelo de produção *"just in time"* ou

“enxuto”; o crescimento da terceirização permitida (e mesmo determinada) pela tecnologia da informação; o valor de mercado em queda da força de trabalho não especializada americana e a necessidade de melhorar o nível de ensino de toda a população do país.

Em 1980 era cada vez mais claro que o longo e preguiçoso domínio global da indústria americana havia acabado. A produtividade parou de crescer, de 3% ao ano nos anos 1950 e 1960 para menos de 1% ao ano nas décadas de 1970 e 1980. Carros importados do Japão eram não apenas mais baratos e mais econômicos do que os de Detroit, mas também melhores – menos defeitos de montagem, maior vida útil, manutenção menos cara. Efeitos similares eram vistos em bens de consumo eletrônicos, máquinas, aço, até mesmo memórias semicondutoras e computadores de grande porte compatíveis com o padrão IBM, mercados de alta tecnologia nos quais empresas japonesas penetraram de maneira agressiva no final dos anos 1970. Especialistas americanos notaram que as empresas japonesas com frequência adotavam novas tecnologias mais rapidamente que suas concorrentes americanas, mesmo sendo tecnologias inventadas nos Estados Unidos. Da mesma forma, embora o Japão fosse muito mais dependente de petróleo importado que os Estados Unidos, sua economia se recuperou com muito mais rapidez dos choques do petróleo dos anos 1970.

Nos Estados Unidos essa combinação desconhecida de baixo crescimento, dois choques do petróleo, recessões e aumento dos desafios externos levou a uma súbita ansiedade e a uma raiva crescente. Em 1980, o professor do MIT Lester Thurow publicou um livro imperfeito, mas muito presciente, *A sociedade de soma zero*, argumentando que os Estados Unidos haviam ingressado em uma fase dolorosa de baixo crescimento e conflito distributivo. Um debate intenso teve início em círculos de política pública.

Alguns defenderam o protecionismo; outros, investimentos governamentais agressivos e uma política industrial.

Muitos economistas desprezaram o livro de Thurow e toda a questão. Outros argumentaram que aumento de poupança e investimento, juntamente com uma desvalorização gradual do dólar, cuidariam dos déficits comerciais do país e do problema da “competitividade”. Todos os principais economistas (incluindo alguns que hoje dizem o contrário) negaram que o encastelamento de uma administração incompetente, a globalização, a concorrência asiática com baixos salários ou as políticas industriais estratégicas das nações asiáticas pudessem provocar uma queda no padrão de vida americano. É verdade que era uma época confusa; os Estados Unidos nunca haviam experimentado algo assim antes. (Como jovem acadêmico, eu participei de alguns daqueles debates, e também não entendi tudo muito bem.)

A liderança política americana parecia à deriva. E, infelizmente, naquele momento os americanos não estavam preparados para ouvir que o fácil domínio do mundo pelos Estados Unidos havia acabado e que o país precisava se concentrar em poupança, melhoria do sistema de ensino, tecnologia da informação, políticas antitruste mais rígidas, economia de energia e melhor compreensão dos outros países.

Ou, na verdade, talvez os americanos tivessem prestado atenção caso seus líderes políticos houvessem contado a verdade. Mas eles não fizeram isso; mentiram e, com eventuais exceções, continuaram a mentir desde então. Em 1980 os Estados Unidos estavam prontos para engolir uma história simplista e tranquilizadora sobre como tudo iria melhorar se simplesmente os impostos fossem mais baixos, a regulamentação governamental fosse reduzida e as forças armadas, fortalecidas.

Foi com essas ideias toscas que Ronald Reagan foi conduzido à presidência do país, oferecendo pouco mais que seu sorriso e otimismo, em parte porque o presidente Jimmy Carter não apresentou uma alternativa consistente. Carter era sincero, mas parecia ineficaz e tímido. Em contraste, e para surpresa de muitos, Reagan provou ser um presidente forte que implantou grande parte de seus planos – algumas vezes para o bem, com frequência para o mal. Cortes de impostos e desregulamentação se tornaram a ordem do dia. Mas desde o início havia um grande elemento de desonestidade na estratégia de Reagan. Ele cortou impostos, mas não os gastos governamentais, de modo que a recuperação econômica dos Estados Unidos em parte se deveu a déficits insustentáveis. Funcionários do governo alegaram que os cortes de impostos se pagariam, o que sabiam ser mentira. E aquilo que chamaram de "desregulamentação" foi muitas vezes pura corrupção política. Lobistas e executivos de indústrias foram nomeados para comandar órgãos do governo, e vários setores aumentaram vertiginosamente seus gastos com doações políticas, lobby e contratação de funcionários do governo.

Em nenhum setor isso foi mais claro do que nas finanças. Foi nos serviços financeiros que o governo Reagan deu início ao mergulho dos Estados Unidos na criminalidade, na crise financeira, em corrupção política, desigualdade e decadência.

O sistema bancário em 1980

Quando Reagan assumiu a presidência o setor financeiro americano ainda era organizado de acordo com leis do New Deal implantadas em reação à Grande Depressão.

Bancos e banqueiros haviam construído um péssimo registro nos anos 1920 – criando bolhas financeiras, desviando depósitos para benefício pessoal e descarregando empréstimos ruins nas costas de seus clientes na forma de fundos de investimento fraudulentos.[1] Alavancagem excessiva, fraude e instrumentos semelhantes a pirâmides financeiras foram amplamente considerados como tendo contribuído para a bolha dos anos 1920 e a Grande Depressão.

As leis do New Deal pretendiam eliminar essas tentações, ou pelo menos limitar seus danos causados. A lei Glass-Steagall de 1933 proibiu qualquer banco que recebesse depósitos de clientes de também subscrever ou vender qualquer tipo de título financeiro.[2] O Securities Act de 1933 e o Securities Exchange Act de 1934 exigiram ampla transparência financeira de empresas negociadas em bolsa e bancos de investimento, e criaram a Securities and Exchange Commission (SEC) para policiá-los. Também em reação à Depressão, em 1938 o governo federal criou a Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) para comprar e segurar hipotecas concedidas por bancos e instituições de poupança e empréstimo (S&L, na sigla em inglês), mais uma vez sob regulamentação rigorosa. O Investment Company Act de 1940 regulamentou gestores de patrimônio como os fundos mútuos.

Até 1980 essa estrutura ainda existia. Bancos comerciais, bancos de investimento, hipotecas residenciais e seguros eram setores distintos, rigidamente regulamentados nos planos federal e estadual, e também muito fragmentados, sem nenhuma empresa isolada ou mesmo grupos de empresas dominando qualquer setor. Os bancos comerciais americanos eram algo estável e tedioso. A maioria das agências bancárias fechava às 15 horas; o “horário do banqueiro” permitia muito tempo nos campos de golfe. Havia limites rígidos a agências fora do estado de

origem do banco; as taxas de juros eram rigorosamente controladas. O setor era dividido grosseiramente entre alguns grandes bancos negociando com governos e empresas, com sede, sobretudo, em Nova York e Chicago, e milhares de pequenos bancos locais e regionais espalhados pelo país.

E havia as S&Ls, empresas pequenas e, em geral, locais cujo único negócio era receber depósitos de poupança e vender hipotecas residenciais de longo prazo a juros fixos. Até 1980 a maioria das S&Ls era de cooperativas – não tinham acionistas, sendo propriedade coletiva dos correntistas. (O mesmo valia para cooperativas de crédito e a maioria das grandes corretoras de seguros.) Assim como os bancos, as S&Ls eram rigidamente controladas, e seus pequenos depósitos, segurados. Elas eram explicitamente autorizadas pelas autoridades a pagar às contas de poupança taxas de juros ligeiramente maiores do que as dos bancos comerciais, de modo a estimular os empréstimos por hipoteca.

O mundo do outro lado do muro Glass-Steagall – o setor de valores mobiliários – era dividido entre corretoras de varejo e bancos de investimento. Corretoras de valores, das quais a maior era o Merrill Lynch, vendiam ações e títulos a clientes ricos. O Merrill Lynch era uma empresa grande para a época. Também foi uma das primeiras a abrir seu capital, em 1971.

Bancos de investimento de verdade, como Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bear Stearns, Dillon Read e Lehman Brothers, forneciam conselhos financeiros a grandes empresas e administravam e distribuíam lançamentos de ações e títulos. Era um setor fragmentado, mas ainda exclusivo, dividido de modo informal entre empresas protestantes e judias, onde mulheres e minorias não eram bem recebidos. Havia dezenas de empresas, todas pequenas, mas muito estáveis, com pouca

rotatividade de pessoal. Em 1980, o Goldman Sachs, a maior, tinha um total de 2 mil funcionários (contra 34 mil em 2011); a maioria das outras tinha apenas algumas centenas; algumas, apenas dezenas. Todas eram sociedades fechadas, e o capital empregado era próprio. Se elas subscreviam (garantiam a venda de) um novo lançamento de ações, os sócios estavam literalmente arriscando o próprio dinheiro, que constituía todo o capital social da empresa. Seu sucesso dependia de reputação e confiança – mas também, de forma realista, de golfe, squash no Harvard Club e laços pessoais.

Regulamentação, remuneração dos banqueiros e estabilidade financeira

A remuneração dos banqueiros chegara a níveis estratosféricos nos anos 1920, mas depois foi drasticamente reduzida com a Depressão e, ainda mais importante, com o aumento do controle que se seguiu a ela. Após a aprovação das reformas do New Deal, a remuneração no setor financeiro americano se estabilizou. Por quarenta anos sua remuneração média permaneceu em torno do dobro da renda média dos americanos. A remuneração dos executivos, embora confortável, não era de modo algum exorbitante; ninguém tinha jatos particulares ou iates gigantescos.[3]

Também importante era a *estrutura* de remuneração do setor financeiro. A maioria dos banqueiros comerciais recebia salários diretos. Banqueiros de investimento viviam bem e recebiam bônus anuais, mas segundo uma política intencional praticada por todo o setor, a maioria da riqueza total dos sócios devia permanecer investida na empresa, normalmente por décadas. Os sócios só podiam retirar seu dinheiro quando se aposentavam, de modo que sócios e

suas empresas tinham horizontes muito longos e uma saudável aversão a correr riscos catastróficos.

Tudo isso – a estrutura, a regulamentação, a cultura e os modos de remuneração do setor – permaneceu em prática até o começo dos anos 1980. Então tudo descarrilou.

Agentes de mudança

No começo dos anos 1980 três forças produziram uma tempestade perfeita de pressão e oportunidade: os abalos dos anos 1970, que desestabilizaram e devastaram os mercados financeiros, obrigando os banqueiros a buscar novas formas de faturar; a revolução da tecnologia da informação, que integrou mercados anteriormente separados e aumentou muitíssimo a complexidade e a velocidade dos fluxos financeiros; e a desregulamentação, que colocou os internos no comando do hospício.

O primeiro agente de mudança foi uma grave pressão financeira. Na esteira dos choques do petróleo de 1973 e 1979, o mercado de ações e todas as instituições financeiras sofreram muito. A inflação aumentou tanto que em 1981, por um curto período, títulos de três meses do Tesouro pagaram juros de 16%.

O segundo agente de mudança foi a tecnologia. Na era do computador, o setor financeiro dos Estados Unidos precisava de alguma desregulamentação, ou, mais precisamente, uma regulamentação diferente e modernizada. O controle rígido sobre as taxas de juros pagas aos depósitos do cliente, a divisão um tanto artificial entre bancos e S&Ls e a proibição de bancos interestaduais provocavam ineficiências significativas. A tecnologia da informação e o surgimento das transações financeiras eletrônicas criaram oportunidades para ganhos de

produtividade pela integração nacional e global de mercados antes distintos.

Ao mesmo tempo, porém, a tecnologia da informação introduzia riscos que exigiam controle *mais rígido* em certas áreas. O advento de transações eletrônicas sem atrito, instantâneas, introduziu novas volatilidade e instabilidade de mercado. A tecnologia da informação também tornava mais fácil criar e negociar produtos financeiros cada vez mais complicados e pouco transparentes, por intermédio de cadeias de fornecimento financeiro crescentemente complexas. Mas essa mesma complexidade tornava mais fácil esconder coisas – coisas como risco, ou fraude, ou quem realmente iria ganhar e perder.

Nesse contexto – choques do petróleo, recessão, inflação, novas tecnologias e novos produtos financeiros –, grande parte do setor financeiro sonolento e rígido tinha um desempenho ruim. Em particular, no começo dos anos 1980, as autoridades se viram diante do possível colapso de todo o setor de S&Ls.

As instituições de poupança e empréstimo haviam sido destruídas pela volatilidade da taxa de juros e inflação causadas pelo segundo choque do petróleo. Seu negócio de receber depósitos e financiar hipotecas de longo prazo e juros fixos pressupunha um ambiente de taxas de juros baixas e estáveis. No começo dos anos 1980 os depositantes fugiram das contas de juros baixos das S&Ls na direção de fundos de curto prazo. Ao mesmo tempo, o valor dos empréstimos de hipoteca de juros baixos e fixos das S&Ls despencou como resultado da inflação e dos juros mais altos.

A resposta anunciada em público do governo Reagan para o problema das S&Ls foi fazer do setor uma grande experiência de desregulamentação. Mas o que *realmente* aconteceu foi que a ideologia da economia de

desregulamentação foi usada como disfarce político para um processo altamente corrompido de dar rédea solta às S&Ls e seus banqueiros de investimento. O que se seguiu foi um filme que estamos vendo desde então.

O fiasco da desregulamentação nas S&Ls

Se o governo tivesse apenas acabado com o setor de S&Ls, o custo para os contribuintes americanos teria sido da ordem de 10 bilhões de dólares. Mas o setor tinha boas ligações políticas, e foi um dos primeiros a usar agressivamente doações de campanha e lobby. O senador William Proxmire, presidente do Comitê de Bancos do Senado, mais tarde chamou isso de “suborno explícito” em rede nacional de televisão. Mas funcionou. Com apoio bipartidário, uma lei de suposto “resgate”, o Garn-St. Germain Act, foi rapidamente aprovada pelo Congresso e sancionada por Reagan.

O verdadeiro estrago foi a escolha de Richard Pratt, um lobista do setor, como presidente do Federal Home Loan Bank Board, órgão regulador das S&Ls. Pratt começou a cortar as regras contra a prática da autonegociação com fins especulativos. Pela primeira vez uma S&L podia ser controlada por um único acionista, ter um número ilimitado de subsidiárias em vários negócios e emprestar para suas próprias subsidiárias. Podiam ser concedidos empréstimos contra quase qualquer tipo de garantia. S&Ls passaram a poder levantar dinheiro vendendo certificados de depósito (CDBs) garantidos pelo governo federal por intermédio de corretores de Wall Street. Quanto mais frágil a S&L, mais altos os juros pagos pelos seus CDBs e maiores as taxas cobradas pelos bancos de investimento.

Era uma licença para roubar. As pessoas que comandavam S&Ls começaram a jogar pesado com o

dinheiro dos outros. Emprestaram dinheiro para si mesmas, emprestaram dinheiro para enormes projetos imobiliários de sua propriedade, emprestaram dinheiro para parentes, compraram carros, aviões, mansões e outros brinquedinhos variados.

De 1980 até meados de 1983, um operador chamado Charles Knapp aumentou os ativos de uma S&L da Califórnia de 1,7 bilhão de dólares para 10,2 bilhões, e continuou avançando a uma taxa anual de cerca de 20 bilhões até finalmente chegar ao limite. Quando o governo interveio, os ativos valiam cerca de 500 milhões. O Vernon Savings Bank do Texas multiplicou seus ativos de 82 milhões para 1,8 bilhão em cerca de um ano. O dono comprou seis Learjet, e quando os policiais federais por fim apareceram, descobriram que 96% dos empréstimos eram ilegais. Ainda em 1988, 132 S&Ls insolventes do Texas continuavam a crescer rapidamente.

Charles Keating foi outro pioneiro das S&Ls – um hipócrita especializado, famoso por sua cruzada contra a pornografia. Ele dizia que a pornografia era parte da "conspiração comunista" e fez filmes realmente ruins sobre os horrores da perversão com fins lucrativos. A SEC o havia acusado de fraude nos anos 1970, mas Keating ainda assim foi autorizado a assumir uma S&L relativamente saudável em 1984. Em pouco tempo acumulou mais de 1 bilhão de dólares em custos para o governo enquanto ganhava (ou melhor, tomava) uma fortuna para si mesmo. Keating colocou o Congresso e os reguladores na roda, barrando investigadores com oitenta escritórios de advocacia e os famosos Cinco de Keating – os cinco senadores que ele convenceu a ajudá-lo por intermédio de 300 mil dólares em doações de campanha. (Eram eles Alan Cranston, John Glenn, John McCain, Donald Riegle e Dennis DeConcini.) Por 40 mil dólares Keating também contratou Alan Greenspan, na época um economista do setor privado, para

escrever cartas e circular com ele por Washington falando às autoridades sobre seu bom caráter e seus sólidos métodos empresariais. Percebendo a excelente capacidade de julgamento de Greenspan, Reagan mais tarde o nomeou presidente do Federal Reserve, o Banco Central americano. Keating acabou sendo mandado para a cadeia.

E houve Silverado, que tinha em seu conselho de administração Neil Bush, filho de George H.W. Bush e irmão de George W. Bush. Bush aprovou 100 milhões de dólares em empréstimos a executivos do Silverado, e também empréstimos para si mesmo. A quebra do Silverado custou aos contribuintes 1,3 bilhão de dólares. Bush foi processado por duas autoridades federais; pagou multas e foi banido do setor bancário, mas evitou um processo penal.

Houve muitos outros. O governo federal criou a Resolution Trust Corporation para assumir S&Ls falidas e liquidar seus ativos. O custo para os contribuintes foi de cerca de 100 bilhões de dólares, o que na época pareceu um volume enorme de dinheiro.

Mas havia um aspecto importante em que o sistema dos Estados Unidos ainda não havia sido totalmente corrompido. Embora muitos criminosos tenham se safado – sobretudo aqueles que trabalhavam para grandes bancos de investimento, escritórios de advocacia e firmas de contabilidade –, muitos não tiveram a mesma sorte. Como resultado dos escândalos das S&Ls, milhares de executivos financeiros sofreram processos penais, e centenas foram para a cadeia. No conjunto, o episódio foi um presságio incisivo, mas retrospectivamente muito leve, do surto de criminalidade financeira em massa nas décadas posteriores.

Mas não foram apenas as S&Ls que fizeram a festa nos anos 1980. Banqueiros de investimento, empresas de aquisição alavancada, advogados, contadores e corretores com informações privilegiadas também tiveram um bom momento.

De fato, o primeiro sinal verdadeiramente perturbador em relação à desregulamentação foi que os nomes mais festejados nos bancos de investimento, na advocacia e na contabilidade americanos participaram de maneira ansiosa da pilhagem das S&Ls. O Merrill Lynch ganhou 5 milhões de dólares rapidamente jogando mais de um quarto de bilhão em depósitos com juros altos em duas S&Ls nos seis meses que antecederam seu fechamento. Entre os escritórios de advocacia que depois fizeram acordos multimilionários estavam Jones, Day, Reavis e Pogue; Paul, Weiss e Rifkind; e Kaye Scholer. Os contadores ficaram igualmente mal. Ernst & Young e Arthur Andersen (mais tarde famosa pela Enron) pagaram indenizações especialmente grandes por terem permitido que as S&Ls falsificassem seus livros contábeis; só a Ernst & Young pagou mais de 300 milhões de dólares. O custo total para o contribuinte, claro, foi muito maior do que o recuperado.[4]

Mas a festa de verdade foi dos garotos que brincavam com junk bonds.

Junk bonds, aquisições alavancadas e a ascensão do investimento predatório

Antes dos anos 1980 apenas algumas empresas de ótima classificação podiam levantar capital emitindo títulos. Mas anos de pesquisa convenceram um homem ambicioso chamado Michael Milken de que empresas comuns também podiam fazer isso. Então em 1977 ele e seu empregador, o banco de investimentos Drexel Burnham Lambert, começaram a subscrever lançamentos de obrigações para empresas antes sem classificação. As taxas de juros eram superiores às do mercado de obrigações de blue chips, mas ficavam bem na comparação com empréstimos bancários. Inicialmente a disponibilidade dos chamados junk bonds foi

um serviço útil para empresas médias que precisavam de capital para crescer. Mas então as coisas enlouqueceram.

O que aconteceu primeiro foi que empresas de investimento predatórias começaram a usar junk bonds para comprar empresas. Isso com frequência fazia sentido financeiro, por dois motivos. Em primeiro lugar, o mercado de ações caíra de modo violento, e com frequência de forma irracional, que muitas empresas de capital aberto eram baratas de se adquirir – se você tivesse dinheiro, o que o mercado de junk bonds fornecia. Mas a segunda razão para a expansão dos junk bonds foi que muitas empresas americanas eram grotescamente mal administradas por executivos acomodados e entrincheirados. Até os junk bonds eles não tinham nada a temer, porque eram apoiados por seus conselhos de administração também acomodados e entrincheirados.

Mas então, de repente havia uma forma de se livrar da administração entrincheirada, mesmo que ela tivesse o apoio do conselho. Alguém podia procurar Michael Milken e, quase instantaneamente, levantar bilhões de dólares no mercado de junk bonds para financiar uma tomada de controle hostil. Em alguns dos primeiros casos isso produziu eficiência real, com administradores incompetentes sendo colocados para fora pelos novos donos. Mas depois os financistas perceberam duas coisas importantes. A primeira era que assim que tomavam uma empresa, podiam fazer qualquer coisa que quisessem. Podiam dividir a empresa, vender os pedaços, cortar benefícios dos funcionários, pagar a si mesmos enormes comissões e, com grande frequência, saquear o que restasse. Também podiam “repassar com lucro” a empresa. No início do ciclo de aquisição alavancada (LBO, na sigla em inglês) o mercado de ações estava gravemente deprimido. Mas à medida que ele começou a se recuperar nos anos 1980, tornou-se quase banal comprar uma empresa em

uma aquisição alavancada, cortar algumas despesas e abrir seu capital alguns anos depois.

William Simon, secretário do Tesouro dos governos Nixon e Ford, colocou 1 milhão de dólares do próprio bolso e tomou emprestado outros 80 milhões para comprar a Gibson Greeting Cards em 1982. Menos de um ano e meio depois, com a recuperação do mercado de ações, ele abriu o capital da empresa pelo valor de 290 milhões de dólares. A empresa de Ted Forstmann, de modo ainda mais espetacular, comprou e abriu o capital da Dr. Pepper. A simplicidade e a lucratividade dos primeiros negócios levaram a uma bolha, que Michael Milken e seus amigos então perpetuaram por intermédio de fraude. Falaremos mais sobre isso adiante.

Mas a ideia seguinte dos financistas foi ainda mais divertida. Eles se deram conta de que na verdade não precisavam sequer comprar a empresa e ter todo o trabalho pesado de arrumá-la, administrá-la, vendê-la. Em vez disso, bastava *ameaçar* comprar a empresa. Em resposta, os aterrorizados e incompetentes executivos e o conselho de administração pagariam a eles quantias enormes simplesmente para que desistissem. E assim nasceu o “greenmail”, a compra de ações da empresa hostil por preços acima do mercado. Os junk bonds de Michael Milken e da Drexel começaram a financiar greenmail em larga escala, algo conduzido basicamente por empresas especializadas criadas por gente como T. Boone Pickens, Ronald Perelman e Carl Icahn.

Milken e seus junk bonds também financiaram algumas das S&Ls mais corruptas, bem como os árbitros, ou “arbs”, que apostavam na existência e no resultado de batalhas pela tomada de controle. Claro que ganhar dinheiro dessa forma era muito mais fácil se você *já sabia* o que estava prestes a acontecer, então a ascensão de LBOs, greenmail e arbitragem especulativa também levou a uma epidemia de

informações privilegiadas. Pessoas como Ivan Boesky montaram redes de informantes e pagaram alto em subornos por vazamentos; Boesky então levantava dinheiro por intermédio de Milken, comprava ações e as vendia assim que a tomada de controle era iniciada ou concluída. Boesky ganhou uma fortuna, mas em 1986 a SEC e promotores federais o apanharam. Ele se declarou culpado, virou informante sobre Milken e outros e foi sentenciado a três anos em uma prisão federal.

A primeira onda de aquisições alavancadas por junk bonds foi em grande medida boa para a economia. Mas não demorou muito para que os primeiros negócios, mais a recuperação do segundo choque do petróleo, elevassem os preços das ações. Isso fez com que os primeiros LBOs parecessem loucamente lucrativos, o que levou a uma nova onda de LBOs, fazendo o preço das ações subir ainda mais. Depois vieram greenmail e arbitragem especulativa. No mundo racional e "eficiente" fantasiado por economistas acadêmicos, as aquisições deveriam terminar assim que os preços das ações alcançassem níveis razoáveis. No mundo real, os junk bonds criaram uma bolha, no mercado de ações e nos próprios títulos. A Década da Ganância, como ficou conhecida, durou até o final dos anos 1980. Assim que a histeria se instalou, seguiu-se rapidamente o colapso. Milken tentou prolongar a bolha "estacionando" ações por intermédio de acordos paralelos secretos e estimulando negócios internos. Seus clientes comprariam junk bonds para os planos de pecúlio de suas empresas, investiriam em junk bonds com o dinheiro que ele levantaria e assim por diante. Milken foi indiciado em mais de noventa acusações, se confessou culpado de seis e foi sentenciado a dez anos de prisão, multado em 600 milhões de dólares e banido definitivamente do mercado de títulos. A multa não o fez deixar de ser bilionário, e ele foi solto da prisão após dois anos. Desde então tentou se reabilitar por intermédio de

uma série de fundações, uma das quais é hoje uma grande fonte de financiamento para economistas acadêmicos favoráveis às empresas.[5]

A mania de junk bonds-LBO-aquisição-greenmail-arbitragem dos anos 1980 foi um marco fundamental na metamorfose de Wall Street, de um enclave movido pela tradição para o cassino criminalizado alimentado por cocaína e embriagado pelo dinheiro que criou o caos global nos anos 2000. Uma grande consequência da moda de LBO foi desmontar a cultura tradicional do banco de investimento. LBOs e atividades relacionadas exigiam muito capital, em especial à medida que a escala dos negócios de aquisição chegou a bilhões e mesmo dezenas de bilhões de dólares. Elas também eram movidas de maneira inerente por comissões de transação únicas de curto prazo. Então os bancos de investimento começaram a abrir capital para levantar recursos, a pagar bônus em dinheiro de curto prazo e a abandonar suas antigas noções ultrapassadas de ética e fidelidade ao cliente.

O boom das LBOs também modificou de forma radical o esquema de remuneração de Wall Street, na estrutura e no tamanho. Em pouco tempo os banqueiros que faziam negócios de LBO passaram a ser remunerados com uma percentagem do negócio, independentemente de resultados a longo prazo, e a remuneração em Wall Street disparou, assim como o faturamento dos CEOs envolvidos em LBOs, seus escritórios de advocacia, contadores e empresas de consultoria. (Por vários anos Michael Milken recebeu mais de 500 milhões de dólares por ano.) Foi o começo da mudança para a extraordinária desigualdade e a riqueza do setor financeiro que caracteriza os Estados Unidos hoje.

Inovação financeira, derivativos e a quebra do mercado de 1987

O boom em Wall Street foi acompanhado por um enorme crescimento nas carteiras de ações institucionais e pela primeira onda da revolução da moderna tecnologia da informação, promovida por microprocessadores e computadores pessoais poderosos. O resultado foi o surgimento de sofisticadas inovações na administração de carteiras, geradas pelo computador.

No verão de 1987 os índices de ações tinham produzido anos de ganhos espetaculares: por toda parte havia sinais de uma bolha e administradores de instituições se mostravam nervosos, mas a inovação financeira estava ali para ajudar, com um maravilhoso novo produto chamado "seguro de carteira". A ideia era a seguinte: se um gestor de fundo temesse que o mercado fosse cair, poderia limitar suas perdas vendendo índices futuros de ações (uma forma de derivativo financeiro). Se o mercado despencasse de repente, as perdas seriam cobertas pelos futuros vendidos.

Colocar tal estratégia em prática era impossível para um simples ser humano, mas dois professores de finanças de Berkeley, Hayne Leland e Mark Rubinstein, desenvolveram um programa que faria os negócios de forma automática. Um administrador de carteira podia escolher um piso desejado, e os computadores assumiriam a partir de então. As vendas de futuros seriam mínimas caso a carteira estivesse tendo um bom desempenho, mas acelerariam à medida que os mercados caíssem. Gestores de fundos adoraram a ideia; no outono de 1987 cerca de 100 bilhões de dólares em carteiras de ações estavam "segurados", e os professores haviam ganhado uma fortuna.

Só havia um pequeno problema. Se essa estratégia fosse *amplamente* adotada, teria efeito oposto ao pretendido, porque qualquer queda substancial do mercado iria gerar automaticamente uma enorme explosão de vendas de futuros. E uma repentina onda de vendas no mercado de futuros quase decerto deflagraria venda de pânico no

mercado de ações – o que poderia deflagrar mais vendas de futuros e assim por diante.

E foi mais ou menos isso o que aconteceu. O efeito foi agravado pelo fato de que o mercado de ações ficava em Nova York, ao passo que o mercado de futuros estava em Chicago, e as ligações por computador entre eles eram extremamente primitivas.

Começou na quarta-feira, 14 de outubro de 1987, mas a verdadeira carnificina se deu na segunda-feira seguinte, 19 de outubro, para sempre apelidada de Segunda-feira Negra. O mercado de ações caiu 23%, a maior queda percentual em um só dia na história.[6] Os mercados acabaram se estabilizando, com a ajuda de uma inundação de dinheiro novo do Federal Reserve de Alan Greenspan – uma das primeiras aparições do que Wall Street passaria a chamar de "Opção Greenspan". Qualquer que seja o problema em que você se meter, Tio Alan o resgatará.

O episódio foi um alerta claro sobre os perigos inerentes à "inovação" financeira. Os professores Leland e Rubinstein, sem dúvida, eram homens muito inteligentes, assim como os banqueiros que usavam sua ferramenta. Alguns deles deviam saber que se pessoas suficientes estavam usando esse "seguro", qualquer queda considerável iria disparar vendas em grande escala, provocando o acontecimento que eles supostamente tentavam impedir. Credit default swaps e outros derivativos financeiros com frequência embutem riscos similares. Seu uso, portanto, demanda *regulamentação* – em particular a revelação das posições a uma autoridade que possa examinar o mercado por inteiro, e limites ao nível total de risco. Mas os derivativos eram lucrativos demais para Wall Street, que em vez disso pressionou na direção oposta.

Desregulamentação triunfante: o governo Clinton

No fim das contas, os anos 1990 foram os melhores e os piores tempos. As perspectivas econômicas no começo da década eram extremamente sombrias. No final dos anos 1980 a bolha de aquisição de controle por LBOs-mercado de ações murchou e os problemas econômicos de longo prazo dos Estados Unidos mais uma vez começaram a se apresentar.

Mas no final o desempenho econômico do país nos anos 1990 foi soberbo. O motivo foi a revolução da internet, juntamente com os sistemas de capital de risco e novos negócios. Começando com a invenção da World Wide Web em 1990, inovação e empreendedorismo com base na internet geraram um acentuado aumento da produtividade por toda a economia pela primeira vez desde os anos 1960. Embora a internet estivesse disponível em todo o mundo e a World Wide Web tivesse sido inventada na Europa, os Estados Unidos produziram todas as grandes empresas da internet – Amazon, eBay, Yahoo, Google, Craigslist, Facebook – e milhares de outras menores. A política do governo Clinton ajudou, privatizando a internet em 1995, reformando segmentos do setor de telecomunicações e tomando medidas antitruste contra a Microsoft.

Ao mesmo tempo, porém, o governo Clinton criou o ambiente regulatório que nos deu a bolha financeira e a crise dos anos 2000. Clinton deu rédea solta ao setor financeiro. As políticas econômica e de regulamentação foram assumidas pelos condutores designados pelo setor – Robert Rubin, Larry Summers e Alan Greenspan. Foi durante esse período que o setor financeiro americano assumiu sua forma atual – altamente concentrado, frequentemente criminoso e sistemicamente perigoso. Sua crescente criminalidade afetou até mesmo o setor de internet, por intermédio de uma bolha do mercado de ações que Wall Street inflou de modo deliberado, muitas vezes com fraude escancarada. O disseminado grau de fraude nas

ações das “pontocom” era evidente para todos no setor (eu incluído), mas o governo Clinton não fez nada quanto a isso. Pela primeira vez banqueiros de investimento receberam sinais claros de que podiam se comportar como quisessem.

Mas foram igualmente perigosos vários outros desdobramentos no setor financeiro dos Estados Unidos durante os anos 1990. O primeiro foi a desregulamentação de longo alcance, na legislação e na prática, defendida pelo governo Clinton, pelo Congresso e o Federal Reserve. O segundo foi a concentração estrutural do setor, que teria sido em grande parte ilegal sem as medidas de desregulamentação. Com velocidade estonteante, os principais componentes do setor financeiro – bancos comerciais, bancos de investimento, corretagem, comercialização, classificação, securitização de títulos, derivativos – se reuniram em oligopólios condensados de empresas gigantescas, que com frequência cooperavam umas com as outras, particularmente em lobby e política.

A terceira mudança no setor foi o surgimento da “cadeia alimentar da securitização”, uma elaborada cadeia de suprimentos por todo o setor para gerar hipotecas, repassá-las a bancos de investimento e reuni-las em investimentos “estruturados” para venda a fundos de pensão, fundos de hedge e outros investidores institucionais. O resultado foi um processo extremamente complexo e pouco transparente que integrou quase todos os segmentos do sistema financeiro.

A quarta mudança nos serviços financeiros foi o surgimento de instrumentos financeiros não regulados e “inovadores”. Mais uma vez, valendo-se da continuada desregulamentação, o setor inventou novas coisas inteligentes como credit default swaps (CDS), collateralized debt obligations (CDOs) e títulos de hipoteca “sintéticos”.

A princípio essas mudanças criaram grandes eficiências; mas também tornaram todo o sistema mais frágil,

interdependente e extremamente vulnerável a fraudes e crises sistêmicas.

Contudo, a última mudança no setor financeiro foi a mais fatal. No final dos anos 1990, em todos os níveis do sistema e a cada passo da cadeia alimentar de securitização, todos os agentes – de emprestadores a bancos de investimento, passando por agências de classificação e fundos de pensão, de corretores de hipotecas a vendedores, administradores, CEOs e conselhos de administração – eram remunerados pesadamente em dinheiro, com base em lucros de curto prazo (muitas vezes tão curto quanto a última transação), com conflitos irremovíveis de interesse e sem punições por causar perdas. Quase ninguém estava arriscando o próprio dinheiro. Em resumo, ninguém tinha incentivo para se comportar com ética e com prudência. Quando George W. Bush assumiu a presidência os explosivos haviam sido plantados; só era preciso que alguém acendesse o pavio.

Domando hipotecas, mas criando um monstro

Tudo começou com uma ideia inteligente e saudável: o título lastreado em hipotecas. De modo a permitir que as S&Ls emprestassem mais dinheiro, bancos podiam comprar hipotecas das S&Ls – o que daria caixa imediato a elas – e depois transformar as hipotecas em títulos, a seguir vendidos a investidores.

Em 1983 Larry Fink e sua equipe de banco de investimento no First Boston inventaram a CMO (sigla em inglês para título de hipoteca com taxas e vencimentos diferentes). A inovação de Fink – que hoje é CEO da BlackRock, a grande gestora de investimentos – foi que sua CMO era fatiada em várias classes distintas, ou "*tranches*", com diferentes classificações de crédito e retornos. A fatia mais alta tinha o primeiro direito ao fluxo de caixa das

hipotecas, enquanto a inferior absorvia o impacto do pagamento antecipado e do risco de calote.

A demanda foi grande. Esses novos produtos começaram a alterar toda a estrutura do financiamento de residências. Corretores de hipotecas repassaram negócios para um novo grupo de “bancos de hipotecas”. Os bancos de hipotecas compravam empréstimos de corretoras e ficavam com eles apenas até terem o suficiente para que Wall Street securitizasse. Em meados dos anos 1990 esse modelo dominava o mercado.

Mas mesmo nos primeiros anos de existência as obrigações lastreadas em hipotecas produziram um interlúdio de loucura que terminou em uma pequena crise no começo dos anos 1990. Embora pequena pelos padrões atuais, com perdas estimadas em 55 bilhões de dólares, foi um alerta do dano que podia ser infligido por banqueiros descontrolados ou perversamente incentivados.

Houve outros sinais funestos. Um foi a entrada de “emprestadores de curto prazo lastreados em ativos imobiliários” como o Beneficial Finance e o Household Finance no financiamento de residências. Eles se especializaram em empréstimos de alto risco e alto retorno, e eram agressivos ao buscar devedores inadimplentes. No final dos anos 1990 o alto faturamento de empresas de financiamento de casas como Money Store, Option One e New Century fizeram delas as queridinhas do mercado de ações. Os empréstimos residenciais mais arriscados, embora ainda fossem uma pequena parcela do mercado, estavam aumentando.[7]

Hipotecas de alto risco eram extremamente lucrativas, sobretudo se os riscos pudessem ser disfarçados, pois tinham altas comissões e taxas de juros. Também eram perfeitas para uma bolha ao estilo pirâmide, que por período provisório esconderia a fraude. Se os preços das residências estivessem subindo, os empréstimos poderiam

ser pagos vendendo casas ou fazendo empréstimos residenciais adicionais, com base na suposta valorização da casa.

O aumento gradual nos empréstimos de alto risco explorou a falha fatal da securitização – especificamente, ela rompia a ligação essencial entre *decisões* de crédito e subsequente *risco de crédito e consequências*. Se as pessoas geravam empréstimos ruins apenas para vendê-los, acabaria havendo problemas, mas seriam problemas de *outras* pessoas. A princípio seria possível se preparar para isso, exigindo, por exemplo, que os vendedores de empréstimos aceitassem uma parcela das perdas posteriores. Mas ninguém fez isso; na verdade, as práticas de remuneração estavam se movendo na direção oposta, e rápido.

A securitização passou das hipotecas de alta qualidade para as chamadas hipotecas subprime, e também para outros tipos de empréstimos. Wall Street começou a securitizar carteiras de recebíveis de cartões de crédito, empréstimos para compra de carros, empréstimos estudantis, empréstimos para imóveis comerciais e empréstimos bancários usados para financiar aquisições alavancadas de empresas. Mais uma vez, em um primeiro momento apenas empréstimos de alta qualidade foram usados; mas, novamente, a qualidade diminuiu paulatinamente ao longo do tempo.

Ao mesmo tempo, a cadeia alimentar da securitização se tornou cada vez mais complexa e pouco transparente. Seu crescimento e sua maior complexidade causaram um aumento gradual e disfarçado na alavancagem e no risco do sistema como um todo. Muitos compradores de produtos securitizados eram fundos de hedge e outras entidades de sistema bancário “na sombra” (“shadow banking”) altamente alavancadas e não regulamentadas. Produtos de hipoteca securitizados eram cada vez mais segurados por

corretoras de seguro (“de um só produto”) e/ou por intermédio de credit default swaps, um mercado dominado por uma unidade da AIG com sede em Londres (AIG Financial Products). Esses eram derivativos não controlados que geravam pagamentos potencialmente enormes no caso de rebaixamento de crédito ou calotes. Mas ninguém sabia o tamanho total ou a distribuição desses riscos.

Nesse mesmo período a criminalidade e o risco sistêmico crescentes das finanças estavam ficando claros, ao passo que o setor pressionava com sucesso por mais desregulamentação. Os sinais mais visíveis foram a bolha da internet, as enormes fraudes na WorldCom e na Enron, a crise financeira asiática e a implosão do Long-Term Capital Management (LTCM), na época o maior fundo de hedge do mundo.

A revolução da internet era muito real, e com certeza justificava um aumento exponencial no investimento de risco, na criação de empresas e em lançamento de ações, bem como nos preços das ações de empresas estabelecidas em boa posição para explorar a tecnologia. Contudo, o que realmente aconteceu foi insano e se estendeu bem além da racionalidade. Empresas com faturamento quase inexistente, perdendo quantias enormes e sem nenhuma forma plausível de atingir lucratividade receberam enormes investimentos de capital e então lançaram ações com avaliações extraordinárias. O índice Nasdaq, uma boa referência para ações do setor de tecnologia, passou de menos de 900 em 1995 para mais de 4.500 em janeiro de 2000.

E então a bolha explodiu. Dezoito meses depois, em meados de 2002, o Nasdaq retornara a 1.100. Sem dúvida muito da bolha foi motivado por excesso de empolgação do público em geral, mas muito dela foi causado por fraude por parte de empreendedores e de Wall Street. Dezenas de empresas da internet gastaram prodigamente, pagaram

prodigamente, contaram mentiras, abriram capital e então faliram em 2001. Escritórios de Wall Street e seus maiores analistas deram a essas empresas altas classificações de investimento de modo a conseguir negócios com elas, com frequência ao mesmo tempo em que as desprezavam privadamente como sendo lixo.

Além de novatas, várias empresas estabelecidas, entre elas a Enron e a WorldCom (que adquirira a MCI, um grande provedor de telecomunicações), exploraram e assim contribuíram para o frenesi das ações usando fraude contábil e alegações de inovações relacionadas à internet. A Enron também se valeu de suas ligações políticas, que ajudaram a tornar negligente a supervisão dos reguladores. A empresa contribuiu pesadamente para candidatos simpatizantes, e um dos membros de seu conselho de administração era Wendy Gramm, não apenas ex-presidente da Commodity Futures Trading Commission (CFTC), mas também esposa do senador do Texas Phil Gramm, então presidente do Comitê de Bancos do Senado.

A nova onda de desregulamentação financeira

O governo Clinton se tornou o motor da desregulamentação financeira, com ajuda frequente de Alan Greenspan e do Congresso. O resultado foi uma onda de novas leis, mudanças de regras e uma grande diminuição da aplicação da legislação cível e penal. A criação de regras, o monitoramento, investigação penal e processos por crimes financeiros e auditorias do IRS, a Receita Federal americana contra executivos diminuíram muito. Ironicamente, essas mudanças de desregulamentação foram precedidas por uma legislação reguladora positiva implantada por Clinton. Em 1994 o Congresso aprovou e Clinton sancionou o Home Ownership and Equity Protection

Act (Hoepa), com o objetivo de impedir abusos no mercado emergente de empréstimos subprime de juros altos, especialmente para linhas de crédito de propriedade residencial (Heloc, na sigla em inglês). A lei dava ao Conselho do Federal Reserve ampla autoridade para criar regulamentos sobre as práticas do setor de hipotecas. Mas Alan Greenspan se recusou a utilizar a lei. De fato, o Federal Reserve não criou nenhuma regulamentação de hipotecas até 2008, o que foi um pouco tarde demais, e durante a bolha Greenspan deu várias declarações públicas encorajando a utilização de produtos "inovadores" em hipotecas.

As regras contra atividade bancária interestadual foram derrubadas em 1994. A lei Glass-Steagall, determinando total separação entre bancos de investimento e bancos comerciais, foi substancialmente enfraquecida em 1996, e revogada por completo em 1999. O Citigroup na verdade violou a lei adquirindo uma seguradora e um banco de investimento antes da revogação da Glass-Steagall; Alan Greenspan deu ao grupo uma autorização até a lei ser aprovada. Pouco depois Robert Rubin deixou o governo para se tornar vice-presidente do Citigroup, onde, ao longo da década seguinte, ganhou mais de 120 milhões de dólares.

Depois foi a batalha dos derivativos. Um dos últimos atos do governo Clinton, com grande apoio de Larry Summers, Alan Greenspan e do senador Phil Gramm, foi uma lei eliminando qualquer regulamentação de derivativos de negociação direta, incluindo todos os títulos complexos que estavam no coração da crise de 2008. Grande parte da lei foi rascunhada pela associação de corretores de derivativos.[8]

Na verdade a proibição total da regulamentação dos derivativos negociados diretamente começou com um movimento *no sentido* da regulamentação. Brooksley Born,

presidente da CFTC, observara o crescimento acelerado do mercado de derivativos e concluíra que isso oferecia riscos significativos. Ela iniciara um debate público e um processo de análise que logo deflagrou uma feroz oposição combinada de Rubin, Summers, Greenspan e do presidente da SEC, Arthur Levitt. Larry Summers telefonou para Born dizendo que tinha em seu escritório treze banqueiros furiosos, e exigindo que Born desistisse. (O telefonema pode ter sido ilegal, já que a CFTC é um órgão regulador independente.) Pouco depois o governo apresentou a legislação para proibir toda regulamentação de derivativos em negociação direta, com todo o apoio de Phil Gramm.

Incrivelmente, o impulso pela desregulamentação não foi de modo algum afetado por uma onda concomitante de escândalos envolvendo derivativos e outros novos instrumentos. Uma subsidiária de corretagem do Bankers Trust, a BT Securities, comercializava derivativos de uma forma bastante predatória, em geral como proteção contra riscos na taxa de juros. Um simples swap de taxa de juros para a Gibson Greeting Cards em uma dívida de 30 milhões de dólares foi constantemente ajustado até que uma série de 29 “melhorias” separadas acabou custando 23 milhões de dólares à Gibson. Quando a Gibson finalmente foi à justiça, sete outros clientes da BT se apresentaram com alegações similares. A Procter & Gamble disse ter perdido 195 milhões de dólares; a Air Products and Chemicals, 106 milhões; a Sandoz Pharmaceuticals, 50 milhões. Um corretor da BT refletiu – em fita: “Negócio engraçado, sabe? Deixar as pessoas muito calmas e depois foder totalmente com elas.”[9]

E o episódio do Bankers Trust não foi um caso isolado. O Merrill Lynch convenceu o tesoureiro de Orange County, Califórnia, a fazer um negócio com derivativos que causou uma perda de 1,5 bilhão de dólares, levando o município à falência em 1994. (O Merrill e vários outros bancos foram

obrigados a cobrir mais de metade das perdas.) O secular Barings Bank foi destruído por um corretor escroque de Cingapura; o Daiwa Bank perdeu 1 bilhão de dólares em derivativos de títulos do Tesouro; um corretor de cobre custou ao Sumitomo Bank 2 bilhões.

Então, em setembro de 1998, em meio à crise financeira asiática, o fundo de hedge Long-Term Capital Management (LCTM) quebrou, em grande medida por causa de suas posições em derivativos. Poucos dias antes Alan Greenspan dissera ao Congresso que a regulamentação dos derivativos era desnecessária, porque "pode-se esperar que os preços de mercado e a vigilância das contrapartes façam a maior parte do trabalho de manter a segurança e a qualidade".[10]

O LTCM havia sido fundado em 1993 por John Meriwether, um corretor famoso, em conjunto com uma gama reluzente de sócios, entre eles Myron Scholes e Robert Merton, que receberam prêmios Nobel de Economia pela criação dos modelos por trás da definição de preços de derivativos. Mas o LTCM usara os derivativos para fazer apostas altamente alavancadas em títulos. Quando essas apostas deram muito errado por causa da crise asiática e do calote dos títulos soberanos da Rússia em 2008, o LTCM se viu com 100 milhões de dólares em perdas potenciais. O Federal Reserve temeu uma crise sistêmica e organizou um resgate de emergência envolvendo 12 grandes bancos. Obrigado a defender o resgate, Greenspan depôs no Congresso:

> Se a quebra do LTCM se espalhasse pelos mercados, danos substanciais poderiam ter sido causados a muitos participantes do mercado, incluindo alguns não diretamente envolvidos com a empresa, e isso poderia ter prejudicado as economias de muitos países, incluindo o nosso.[11]

Mas isso não impediu Greenspan de continuar pressionando pela proibição total de controles aos derivativos. E assim, com a defesa constante de Greenspan, do Departamento do Tesouro de Clinton e de líderes do

Congresso, Brooksley Born foi colocada de lado e a Commodity Futures Modernization Act foi aprovada e assinada no final de 2000.

Nada mudou a opinião de Greenspan. Em 2003, em uma conferência de investimentos em Chicago, ele disse:

> Os críticos dos derivativos costumam invocar o espectro da quebra de um intermediário impondo perdas debilitantes a suas contrapartes, incluindo outros intermediários, gerando uma cadeia de inadimplência. Contudo, os participantes dos mercados de derivativos parecem bastante conscientes dos riscos de crédito de contraparte associados a derivativos e tomam várias medidas para mitigar esses riscos.[12]

Depois da crise financeira global, do colapso da AIG e de pelo menos 10 trilhões de dólares em perdas, Greenspan finalmente admitiu em parte que tinha havido "uma falha" em seu modelo.[13]

O governo Clinton também demonstrou crescente despudor na porta giratória de empregos. Robert Rubin ingressou no governo Clinton saindo do Goldman Sachs, e ao pedir demissão como secretário do Tesouro em 1999 tornou-se vice-presidente do Citigroup, cuja fusão havia sido legalizada por uma legislação que ele defendera. Laura Tyson, presidente do Conselho Econômico Nacional, entrou para o conselho de administração do Morgan Stanley pouco depois de deixar o governo. Tom Donilon, chefe de gabinete do Departamento de Estado, se tornou o principal lobista da Fannie Mae pouco após sua saída. Franklin Raines, chefe do Escritório de Administração e Orçamento, tornou-se CEO da Fannie Mae, onde se envolveu profundamente em suas fraudes contábeis. Michael Froman e David Lipton, dois altos analistas de política econômica, foram para o Citigroup. Após ter sido o último secretário do Tesouro de Clinton, Larry Summers se tornou presidente de Harvard, ao mesmo tempo prestando consultoria para um grande fundo de hedge, o Taconic Capital. Após dois votos de desconfiança do corpo docente, Summers foi obrigado a renunciar ao cargo de presidente de Harvard, momento em

que entrou para um fundo de hedge maior, o D.E. Shaw, e começou a fazer palestras para instituições financeiras que renderam a ele milhões de dólares por ano.

Consolidação estrutural

Em parte valendo-se da desregulamentação, em parte movido por mudanças tecnológicas e a crescente intensidade de capital gerada por operações altamente computadorizadas, e em parte para conseguir maiores lucros pelo poder de mercado, o setor financeiro se concentrou bastante nos anos 1990. Essa concentração foi horizontal e vertical, e tão radical que o setor financeiro de 2000 era completamente diferente daquele de trinta anos antes. Os únicos segmentos que permaneceram de certa forma fragmentados também eram em grande medida desregulamentados – fundos de hedge que administravam dinheiro dos ricos, capital de risco e, de forma funesta, os novos emprestadores de hipotecas no sistema bancário na sombra.

Entre 1960 e 2000, a capitalização combinada dos dez maiores bancos de investimento dos Estados Unidos (dos quais os cinco maiores dominavam o setor) passara de 1 bilhão de dólares para 179 bilhões de dólares. O pessoal contratado pelos cinco maiores quadruplicara desde 1980, para 205 mil pessoas em 2000. Essa concentração estrutural não se limitou a bancos de investimento; afetou todos os segmentos do setor financeiro e os atravessou pela criação de enormes conglomerados financeiros. E a principal fonte dessa concentração geral não foi o crescimento orgânico dos bem-sucedidos, mas fusões.

Em 1977 o Morgan Stanley se fundiu com a Dean Witter, uma das maiores corretoras de varejo remanescentes. Em 1998 o NationsBank adquiriu o Bank of America, na época a maior fusão de bancos da história. Mas no mesmo ano o

Citigroup adquiriu o Travelers – que era em si resultado de muitas fusões e aquisições, incluindo Travelers Insurance, Primerica e os bancos de investimento Salomon Brothers, Shearson Lehman e Smith Barney –, dando origem à maior empresa de serviços financeiros do mundo. Como já foi dito, a fusão violou a lei Glass-Steagall, e quando esta foi revogada no ano seguinte, a nova legislação foi algumas vezes chamada depreciativamente de Lei de Socorro ao Citigroup. Então, em 2000, o JPMorgan se fundiu ao Chase Manhattan para formar o JPMorgan Chase, que em 2011 era a maior empresa de serviços financeiros do mundo. Dezenas de bancos de investimento menores, bancos comerciais, corretoras, seguradoras e outras empresas especializadas também se fundiram com ou foram adquiridas pelos grandes conglomerados financeiros e os principais bancos de investimento. Mesmo o setor de fundos mútuos se concentrou; em 2000, por exemplo, o Alliance Capital adquiriu o Sanford Bernstein, produzindo uma instituição combinada que administrava 470 bilhões de dólares.

No momento em que George W. Bush assumiu a presidência, todo grande segmento do setor e do mercado financeiros era dominado por um oligopólio de grandes empresas. Em 2000 o setor de bancos de investimento era dominado por cinco empresas: Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers e Bear Stearns. A maior parte da atividade restante de banco de investimento acontecia nas subsidiárias de bancos de investimento de enormes conglomerados financeiros: os três americanos (Citigroup, JPMorgan Chase e Bank of America), mais alguns europeus como Deutsche Bank, UBS e Credit Suisse. O setor de seguro de títulos era dominado por duas firmas de um só negócio: MBIA e Ambac, mais a AIG, maior seguradora do mundo. O setor de classificação de títulos era dominado por três empresas (Moody’s, Standard &

Poor's e Fitch); a Moody's tinha sozinha cerca de 40% do mercado. Em 2000, cinco empresas de contabilidade dominavam o mercado de auditoria empresarial. (Depois que a quebra da Enron levou ao processo e à dissolução da Arthur Andersen, passaram a ser quatro.) Cinco bancos, liderados por JPMorgan Chase e Goldman Sachs, controlavam 90% de todo o comércio global de derivativos. O mercado de cartões de crédito de varejo era dominado de forma esmagadora por Visa, MasterCard e American Express. NationsBank/Bank of America, Citigroup e JPMorgan Chase dominavam a atividade bancária interestadual. A gestão de ativos também era cada vez mais de grandes empresas: Fidelity, Vanguard, Alliance Capital, BlackRock, Pimco, Putnam e um punhado de outras. (Essas são empresas enormes; em 2011 a BlackRock administrou 3,6 trilhões de dólares; a Fidelity administrou 1,5 trilhão.)

Não apenas o setor financeiro estava altamente concentrado, como era cada vez mais conivente. As grandes empresas competiam umas com as outras, mas também cooperavam amplamente – nos negócios, por exemplo, por intermédio da associação em títulos mobiliários, mas também em lobby e ação política se valendo das associações do setor, e pelo uso partilhado de empresas de lobby, escritórios de advocacia e especialistas acadêmicos.

Incentivos

O último grande desdobramento nos serviços financeiros durante os anos 1990 foi sua progressiva corrupção interna. No momento em que o governo Bush assumiu os incentivos haviam se tornado amplamente daninhos.

Embora os detalhes variassem de acordo com os segmentos do setor e as distintas profissões, a lógica era impressionantemente coerente. Antes de 1971, apenas

sociedades privadas podiam ingressar na Bolsa de Valores de Nova York, o que garantia que bancos e banqueiros de investimento tivessem o raciocínio de longo prazo e a cautela associados ao dinheiro da sociedade que só podia ser retirado quando da aposentadoria. Mas em 1971 a Bolsa de Nova York mudou a regra, bancos de investimento começaram a abrir o capital e os incentivos dos banqueiros passaram a ser bônus anuais e opções de ações. Em princípio teria sido possível replicar os incentivos anteriores; por exemplo, tendo pecúlios de prazo muito longo e prazos de bloqueio para as ações. Mas isso nunca foi feito, e em 2000 a maior parte da remuneração nos bancos de investimento era em bônus anuais, a maioria em dinheiro. Mesmo as opções de ações quase nunca exigiam um bloqueio superior a cinco anos. Igualmente importante, a antiga exigência de que os altos executivos arriscassem a maior parte de seu próprio dinheiro foi abandonada.

Vários grandes desdobramentos corromperam os incentivos estruturais das empresas em relação a seus clientes. Um fator importante foi a cadeia alimentar da securitização. Os emprestadores de hipotecas não precisavam mais se preocupar com o fato de as hipotecas serem pagas ou não, pois as vendiam quase instantaneamente para bancos de investimento, que por sua vez as vendiam para vários veículos de investimento estruturados ou para idiotas (isto é, clientes). De modo a gerar empréstimos com preços de venda mais altos, os emprestadores começaram a pagar aos corretores de hipotecas “prêmios por spread de rendimento”, efetivamente subornos para empurrar para os mutuários os empréstimos mais caros possíveis.

Por várias razões os bancos de investimento não se importavam em vender lixo a seus clientes. Primeiramente, o antigo modelo de banco de relacionamento em grande medida desaparecera. Em segundo lugar, as estruturas de

comissão não tinham punições pela venda de lixo; os bancos e banqueiros não partilhavam nenhuma das perdas subsequentes dos clientes. Em terceiro, a remuneração dos banqueiros era determinada de maneira esmagadora pelos bônus anuais, estabelecidos pelo faturamento das transações daquele ano, de modo que corretores e vendedores não se importavam com o que acontecesse depois.

O processo de classificação foi corrompido pela mudança de pagamento do comprador para o emissor, pela rotatividade de pessoal e pelo surgimento da "consultoria" de classificação. Até os anos 1970, as agências de classificação eram remuneradas pelos *compradores* dos títulos que elas classificavam, não pelos bancos de investimento que criavam e vendiam os títulos. Mas isso começou a mudar, e em 2000 todas as três maiores agências de classificação eram pagas para classificar novos títulos quase exclusivamente pelos grandes bancos de investimento que os lançavam. Como só havia um punhado destes, as agências de classificação eram muito cooperativas. Mas os conflitos de interesse iam ainda mais além. As agências de classificação também classificavam a dívida *dos próprios bancos*, um indicador determinante da estabilidade dos bancos. Mas como rebaixar um banco iria enfurecer um grande cliente, isso nunca era feito. De fato, as agências de classificação começaram a prestar consultoria aos bancos, recebendo quantias enormes para orientar sobre como montar um título de tal forma que ele recebesse uma classificação alta. No plano individual as coisas eram ainda mais ofensivas. As agências de classificação pagavam bem menos que os bancos de investimento, portanto os funcionários das agências se esforçavam muito para satisfazer os banqueiros com os quais lidavam, na esperança de conseguir um emprego no banco. Muitos conseguiram.

As empresas que asseguravam os títulos, em especial a AIG Financial Products, remuneravam seus funcionários da mesma forma que os bancos de investimento – bônus anuais em dinheiro com base nas transações do ano. Então, mais uma vez, eles tinham todos os incentivos para vender seguros, fossem seguros literais ou credit default swaps, de modo a conseguir seus bônus. Perdas cinco anos depois seriam um problema da empresa.

Os incentivos entre os compradores finais dos títulos também eram perigosos. No caso dos fundos de hedge, a remuneração da empresa era o chamado 2 e 20: os clientes pagavam taxas de 2% ao ano sobre os ativos administrados, e o fundo ficava com 20% de todos os ganhos, computados por ano. Contudo, o fundo *não* participava das perdas, de modo que gestores de fundo eram incentivados a correr riscos. Em menor grau o mesmo valia para outros grandes investidores institucionais como fundos de pensão e fundos mútuos. Eles também eram remunerados anualmente em função do desempenho, recompensados por ganhos, mas não punidos por perdas. Isso os incentivava a "buscar o rendimento", e os tornava menos atentos aos riscos de longo prazo. Por exemplo, eles começaram a confiar de modo acrítico nas avaliações, em vez de estudar eles mesmos os riscos.

E, por fim, havia os incentivos externos oferecidos pelo ambiente regulador e político. Foi o governo Clinton que pela primeira vez indicou de forma decisiva que estava suspendendo a aplicação da lei no que dizia respeito ao setor financeiro, e mesmo em relação a indivíduos com ativos financeiros substanciais. Além de apoiar uma legislação – como a revogação da Glass-Steagall – que permitia atividades antes ilegais, o governo parou de aplicar as leis existentes. Quando Alan Greenspan se recusou a criar regulamentos para hipoteca sob o Hoepa, ninguém reclamou. Quando a bolha da internet gerou um

volume enorme de fraudes completamente óbvias, ninguém investigou e ninguém foi processado. Os Estados Unidos eram uma terra sem lei.

E então George W. Bush se tornou presidente. Ele não foi eleito, e, portanto, em grande medida o povo americano não pode ser culpado pelo que aconteceu depois. Bush perdeu por 500 mil votos, e quase certamente perdeu no estado da Flórida, de modo que também teria perdido no colégio eleitoral. Mas por intermédio de uma bem orquestrada campanha legal e de relações públicas, a recontagem da Flórida foi evitada e a Suprema Corte deu a Casa Branca a George W. Bush por 5 votos contra 4.

Com as mudanças dos anos 1990, as condições para um desastre financeiro estavam totalmente atendidas. A ascensão de Bush à presidência foi apenas o último prego no caixão.

3. A bolha, parte um: pegando emprestado e emprestando nos anos 2000

A BOLHA DO MERCADO DE AÇÕES das pontocom chegou ao auge no inverno de 2000. Seu colapso inevitável foi agravado pelos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001; e ainda assim a recessão resultante foi breve e leve. Houve duas razões para isso.

Em primeiro lugar, o governo Bush embarcou em uma campanha de maciços gastos deficitários. O governo usou cortes de impostos, em especial para os ricos, e gastos muito mais altos, sobretudo com as forças armadas – para a guerra no Afeganistão, a invasão e ocupação do Iraque e esforços de contraterrorismo e informações. E, segundo, o presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, efetuou uma redução drástica das taxas de juros. Greenspan baixou os juros de 6,5% no auge da bolha da internet até chegar a 1% em julho de 2003, os menores em cinquenta anos.[1]

Contudo, a recuperação foi anêmica, mesmo quando avaliada pelo seu valor de face. E o verdadeiro problema era que você *não podia* aceitar o valor de face. Na verdade o que se seguiu foi uma impressionante aliança entre a cobiça do setor financeiro e cálculos políticos. A recuperação dos anos 2000 foi falsa, movida quase inteiramente por um comportamento insustentável: enormes cortes de impostos e déficit federal, a bolha imobiliária e consumo possibilitado apenas por endividamento. Embora a economia real continuasse a se beneficiar de ganhos de produtividade determinados pela

internet, os Estados Unidos estavam ao mesmo tempo ficando atrás de outros países nos princípios básicos determinantes da competitividade nacional: educacional, de infraestrutura e sistêmico. O setor industrial americano foi silenciosamente dizimado. Além disso, a maior parte dos benefícios dos Estados Unidos com os ganhos de produtividade era apropriada pela camada superior de 1% da população, não pela força de trabalho como um todo – uma grande mudança em comparação com gerações anteriores. Consequentemente, durante os anos 2000, mesmo na bolha, os salários reais médios dos americanos ficaram estagnados ou caíram, e em termos líquidos muito poucos empregos foram criados. Os ganhos com a economia falsa e a revolução (real) da internet foram eliminados por enormes perdas de postos de trabalho na indústria (incluindo produtos de tecnologia de informação) e em serviços passíveis de terceirização ou automação.

Um casamento de conveniência gera uma bolha

Considerando esses problemas estruturais, uma falsa recuperação induzida por uma bolha financeira era politicamente muito conveniente. A maior parte do crescimento no consumo durante os anos 2000 foi gerada pela bolha. À medida que os preços dos imóveis subiam, os proprietários podiam pegar mais dinheiro emprestado, dando como garantia o valor supostamente mais alto de suas casas; e ao gastar o que era obtido com o endividamento, eles animavam a economia como um todo e também perpetuavam a própria bolha imobiliária, já que o dinheiro emprestado era usado para financiar outras aquisições de imóveis (para segundas casas, propriedades para alugar etc.).

De fato, muitos dos empréstimos subprime dos anos 2000 não foram para a aquisição da casa própria. Menos de 10% deles financiaram a compra de uma primeira casa.[2] Muitos desses empréstimos concedidos durante a bolha foram instrumentos para tirar dinheiro de uma casa, de modo a financiar uma hipoteca anterior ou comprar um segundo imóvel. Alguns dos empréstimos foram para consumo pessoal (televisores, férias, carros, reformas na casa). Alguns foram para permitir a troca por uma casa mais cara; muitos foram especulação motivada pela bolha, com o propósito de repassar casas repetidamente; e muitos mais foram fraudes perpetradas contra mutuários, atraídos para empréstimos enganosos, excessivamente caros.

Mas todos eles contribuíram para a bolha. Como resultado, o índice Case-Shiller de preços de imóveis residenciais nos Estados Unidos *dobrou* entre 2000 e 2006, o maior e mais rápido aumento da história.[3]

Os cortes de impostos de Greenspan sem dúvida ajudaram a *iniciar* a bolha. A maioria das pessoas faz grandes empréstimos para comprar uma casa, e a casa que podem comprar é determinada por pagamentos mensais da hipoteca, que por sua vez são muito afetados pelas taxas de juros. Como resultado dos cortes de juros de Greenspan, as taxas das hipotecas prime caíram 3 pontos percentuais de 2000 a 2003. Considerando contratos padrão de hipoteca com juros fixos, o mesmo serviço mensal da dívida que permitia adquirir uma casa de 180 mil dólares em 2000 permitiria comprar uma casa de 245 mil em 2003, um aumento de 36%.[4] Previsivelmente, entre 2000 e 2003 o índice de preços de imóveis Case-Shiller subiu mais de 33%.[5] Então, sim, taxas de juros foram relevantes. Mas elas não chegam nem perto de explicar a multiplicação por dois dos preços dos imóveis residenciais durante a bolha, que continuou mesmo depois de Ben Bernanke começar a subir os juros novamente.

Durante os quatro anos e meio seguintes, de 2003 até meados de 2007, o setor financeiro dos Estados Unidos gerou cerca de 3 trilhões de dólares em títulos lastreados em hipotecas (MBS, na sigla em inglês), com frequência fraudulentos, e derivativos ainda mais exóticos, arriscados e/ou fraudulentos ligados a esses títulos. Os empréstimos residenciais na base desses títulos eram emitidos principalmente por um novo tipo de banco de hipotecas em grande medida desregulamentado, bem como por vários grandes bancos comerciais. Bancos de investimento, alguns dos quais eram subsidiários de conglomerados bancários maiores (como JPMorgan Chase, Citigroup, Deutsche Bank), compravam essas hipotecas e as transformavam em produtos de investimento estruturados – títulos lastreados em hipotecas e collateralized debt obligations (CDOs). Estes eram classificados pelas agências de classificação sempre colaborativas, segurados pelas empresas de seguro de promissórias ou pelos credit default swaps da AIG, e então vendidos para fundos de pensão, companhias de seguros, fundos mútuos, fundos de hedge, bancos estrangeiros e muitos outros – com frequência até mesmo para braços de gestão de patrimônio dos mesmos conglomerados bancários que os haviam criado.

Mais de metade do aumento no volume de empréstimos durante a bolha foi gerada por empréstimos subprime, Alt-A, Option-ARM e outros de alto risco ou predatórios (ver Glossário).

Uma parcela espantosamente grande desses empréstimos, e os títulos resultantes, tinham falhas. Os mutuários eram pessoas sob pressão financeira, pessoas fazendo especulação, pessoas cometendo fraude e/ou pessoas que estavam sendo enganadas (uma grande categoria, discutida mais à frente). E qualquer que fosse a razão para as falhas nos empréstimos, eles eram empurrados ao longo da cadeia de securitização sem

nenhuma preocupação com controle de qualidade – na verdade, com controle de qualidade *negativo* em função da enorme pressão para descobrir empréstimos com margens altas, independentemente de risco, e para encobrir os riscos que existiam. Parte disso foi mera negligência, mas muito foi consciente e deliberado. Houve fraude em massa. O logro era tão grande e tão evidente que a alta administração muitas vezes tinha de saber, e de fato cada vez há mais evidências de que em muitos casos ela aprovou ou mesmo determinou isso. E se algumas delas não sabiam, então a enormidade de sua negligência seria quase tão criminosa quanto a fraude pura e simples. Não era sutil, e veremos que isso era discutido ampla e explicitamente nas empresas envolvidas. Ainda mais, há evidências claras de que muitos CEOs e altos executivos mentiram para seus investidores, auditores, reguladores e o público, durante a bolha e depois dela, à medida que suas empresas começaram a quebrar.

O que estava acontecendo, claro, era que Wall Street e os emprestadores estavam se valendo de fraude para criar, alimentar e explorar uma pirâmide financeira. Durante a bolha as regras de concessão de empréstimo basicamente desapareceram. Claro que sempre há nos Estados Unidos *algumas* pessoas interessadas em empréstimos para comprar uma casa, ou em conseguir dinheiro usando a casa como garantia, não tendo como suportar o empréstimo ou não tendo intenção de pagá-lo. De repente essas pessoas não tinham dificuldade em conseguir empréstimos. Nem ninguém mais. Havia pessoas com renda boa e empregos estáveis, mas estavam se esforçando para comprar casas acima de seus recursos; pessoas que queriam transformar quase todo o seu patrimônio em dinheiro; especuladores comprando várias casas sem intenção de ocupá-las ou alugá-las, esperando passá-las para a frente com lucro; pessoas que queriam uma segunda casa ou uma casa de

veraneio que na verdade não podiam ter – tudo com um alto risco de inadimplência, especialmente se os preços caíssem. Mas durante os anos 2000 nada disso importava. A política fiscal também ajudou: o governo Clinton aprovara uma lei especificando que os primeiros 500 mil dólares em ganhos com a venda de uma casa eram livres de impostos caso investidos na aquisição de um novo imóvel. Isso estimulava a especulação.

Mas também houve muitas pessoas inocentes, milhões delas, que simplesmente foram ferradas. Elas decidiram comprar uma casa no final da bolha, quando os preços estavam muito inflacionados, possivelmente até mesmo usando uma hipoteca tradicional conservadora e um grande adiantamento. Mas alguns anos depois elas perderam o emprego, se aposentaram, se divorciaram, tiveram despesas médicas inesperadas ou precisaram se mudar por causa de um novo emprego. E quando tentaram vender o imóvel, descobriram de repente que *não podiam*, porque o valor caíra em um terço, e que haviam perdido a poupança de toda uma vida.

E, por fim, também houve fraude em massa cometida *contra* mutuários, em parte pela proliferação de estruturas de empréstimo e práticas de venda altamente enganosas. Não é exagero dizer que corretagem de hipotecas, corretagem de imóveis e o setor de empréstimos subprime se tornaram dominantemente criminosos durante a bolha. Corretores de hipotecas de modo geral não eram controlados, e durante a bolha milhares de pequenos charlatões vestiram ternos e venderam empréstimos.

O período da bolha viu o surgimento de estruturas de empréstimo exóticas projetadas para fazer com que os pagamentos fossem artificialmente baixos por um período inicial e/ou para disfarçar os verdadeiros termos do empréstimo, mas na verdade cobrando as altas taxas de juros que os bancos apreciavam. Corretores de hipotecas

empurravam empréstimos com taxas atraentes, frequentemente dizendo aos mutuários que quando as taxas reais mais altas começassem a ser cobradas o valor do imóvel teria aumentado tanto que eles poderiam dar conta dos novos pagamentos refinanciando – em outras palavras, fazendo outro empréstimo.

Corretores de hipoteca também empurraram clientes para empréstimos desnecessariamente caros em enorme escala. Vários estudos concluíram que pelo menos um terço de todas as pessoas que receberam empréstimos subprime durante a bolha *na verdade teria conseguido um empréstimo prime*. Mas elas foram empurradas para empréstimos subprime com taxas de juros mais altas e taxas desnecessárias por corretores de hipotecas que recebiam bônus em dinheiro explícitos dos emprestadores – prêmios por spread de rendimento – para dar aos mutuários empréstimos mais caros. Isso, claro, também tornava os empréstimos mais difíceis de pagar, sobretudo depois que os juros promocionais terminavam e as taxas eram ajustadas para cima, aumentando a dificuldade e a inadimplência quando a bolha estourou.

Também houve muita fraude explícita, com frequência com grande crueldade, cometida contra imigrantes que não falavam inglês e/ou não tinham experiência financeira. Eles simplesmente ouviam mentiras – sobre o volume do empréstimo, o volume dos pagamentos, a taxa de juros real – e eram orientados a assinar documentos que não podiam entender ou mesmo ler. Muitos corretores de hipotecas trabalhavam com emprestadores não oficiais, às vezes até mesmo agiotas, que forneciam empréstimos ocultos para cobrir adiantamentos ou “pontos”. Corretores de hipotecas pagavam propinas a corretores de imóveis por recomendação de imigrantes analfabetos e/ou ilegais. Com frequência as vítimas confiavam no corretor de hipoteca em parte porque partilhavam uma mesma linguagem ou

histórico étnico, ou por terem sido apresentados por um conhecido.

Imigrantes ilegais eram particularmente fáceis de enganar porque temiam procurar a polícia. A presença de um grande número de imigrantes ilegais sem o domínio do inglês sem dúvida foi um dos motivos pelos quais grande parte da bolha se concentrou na Califórnia, no Arizona e na Flórida, bem como em áreas de Nova York habitadas por imigrantes recentes. O governo Bush também dificultou deliberadamente que mutuários subprime buscassem soluções na justiça. Em 2001, em uma das primeiras decisões de política econômica do governo Bush, o Departamento de Habitação de Desenvolvimento Urbano interferiu em um processo federal para tornar extremamente difícil que mutuários subprime, incluindo cidadãos dos Estados Unidos, movessem ações coletivas contra emprestadores predadores. Isso obrigava os mutuários a mover ações individuais, o que para muitos era proibitivamente caro e difícil.

A onda de fraude não passou despercebida. Em 2004 o FBI soltou um press-release alertando para "uma epidemia de fraude em hipotecas" e organizou coletivas para expor o problema. Em seu *Financial Crimes Report to the Public* de 2005 o FBI observou que "uma parcela significativa do setor de hipotecas carece de qualquer relato obrigatório de fraudes", e que a Associação de Banqueiros de Hipotecas *não* fornecia estimativas do volume de fraudes. O mesmo relatório do FBI também afirmava que "com base em vários relatos do setor e análises do FBI, a fraude em hipotecas é disseminada e crescente". Ainda mais interessante, o relatório do FBI observava que a fraude em hipotecas *não* era normalmente cometida apenas pelos mutuários, afirmando que "80% de todos os casos informados envolvem colaboração ou conivência de pessoas de dentro

do setor” – corretores de imóveis, corretores de hipotecas, emprestadores ou uma combinação deles.

Mas a lei estava ausente e/ou sobrecarregada nos níveis municipal e federal. Todo o FBI tem menos de 14 mil agentes especiais para todos os tipos de crime; apenas uma minúscula parcela deles foi designada para fraudes de hipotecas durante a bolha, quando o FBI estava se concentrando intensamente nos esforços de contraterrorismo. Além disso, o governo Bush deliberadamente esvaziou a capacidade de investigação e aplicação da lei de controladores financeiros como a SEC. Com bons motivos, emprestadores de hipotecas e Wall Street se sentiram em grande medida imunes a punições penais. Não houve um único processo de alto nível durante a bolha, e muito poucas prisões, mesmo no caso das fraudes mais evidentes de nível mais baixo.

Mas por que os bancos de hipoteca e Wall Street toleraram fraude em massa, empurraram tantos empréstimos subprime mesmo para mutuários confiáveis e preferiram estruturas de hipoteca exóticas e daninhas? Porque era onde o dinheiro estava. Empréstimos subprime pagavam taxas de juros *muito* mais altas. Eram vendidos por preços muito superiores para os bancos de investimento, porque podiam ser usados para construir títulos lastreados em hipotecas com margens muito maiores, que por sua vez eram vendidos muito mais facilmente aos investidores – pelo menos até começar a inadimplência dos empréstimos. Uma grande análise de 25 milhões de registros de hipoteca feita pelo *Wall Street Journal* em 2007 revelou que no ano anterior hipotecas de “altas taxas” tinham em média spreads, ou margem de risco de 5,6% em comparação com títulos do Tesouro, numa época em que os spreads em um empréstimo seguro, honesto e convencional com adiantamento real eram de apenas cerca de 1%.[6]

Então, quão desonestos os emprestadores se tornaram ao seguir essa estratégia? De fato, muito desonestos.

A acensão dos emprestadores de hipotecas subprime e o setor bancário sem controle

O colapso do setor de S&Ls no final dos anos 1980, começo dos anos 1990, combinado com o início da bolha imobiliária, levou a um aumento espetacular do número de emprestadores de hipotecas altamente antiéticos, muitos deles no setor bancário desregulamentado. Esses emprestadores, que cometeram os piores excessos da bolha, não eram bancos tradicionais que recebiam depósitos dos clientes em contas-correntes e de poupança. Eles existiam somente para promover a cadeia alimentar da securitização, e recebiam seu financiamento de Wall Street – dos mesmos bancos de investimento e conglomerados financeiros que compravam seus empréstimos. Como os próprios bancos de investimento, eles se valiam de crédito de curtíssimo prazo, o que reduzia os juros que tinham de pagar, mas também os deixava altamente vulneráveis a aumentos nas taxas de juros e outros choques financeiros. Então, quando a bolha estourou, eles também estouraram.

Muitas dessas empresas eram da Califórnia – "bancos de hipotecas" como New Century, Ameriquest, Golden West Financial, Long Beach Mortgage e Countrywide. Todos faziam empréstimos basicamente para vendê-los para a cadeia de securitização, e durante a bolha seus negócios dispararam. Por exemplo, de 2000 a 2003 a New Century aumentou suas concessões em cinco vezes, de 4 bilhões de dólares para 21 bilhões, enquanto a Ameriquest disparou dez vezes, de 4 bilhões para 39 bilhões.[7] Ambos eram altamente fraudulentos, e foram alvo de muitos processos. Contudo, ambos estão agora falidos, portanto é impossível

conseguir indenizações substanciais, embora seus antigos executivos e pessoal de vendas continuem ricos – uma história que veremos com frequência.

À medida que a bolha crescia, vários grandes bancos tradicionais, conglomerados financeiros e *todos* os principais bancos de investimento adquiriram seus próprios concessores de hipotecas predatórias ou subprime. O Citigroup ficou com o Associates First em 2000, adquirindo o que era o segundo maior emprestador de subprime, que um defensor do consumidor chamou de "um ícone do empréstimo predatório". O Lehman comprou seis emprestadores subprime em 2004, o Washington Mutual comprou oito e o Bear Stearns, três. O First Franklin, um dos maiores emprestadores subprime, foi adquirido pelo Merrill Lynch em 2006. Aqueles que permaneceram independentes estabeleceram relações fortes com os bancos de investimento que compravam seus empréstimos e também forneciam a eles financiamento geral, administravam suas ofertas de ações e títulos e investiam a riqueza pessoal de seus executivos. Um grupo de bancos liderado pelo Morgan Stanley, por exemplo, estabeleceu grandes compromissos financeiros para reforçar os laços com a New Century.

Como sabemos hoje, todo o setor era extremamente antiético. Eis uma breve pesquisa.

WaMu/Long Beach

O Washington Mutual, ou WaMu, era uma antiga instituição de poupança e empréstimos regulada pelo governo federal. Seu CEO, Kerry Killinger, ingressou no WaMu em 1982 e foi CEO de 1990 até a organização quebrar, ser tomada e depois vendida para o JPMorgan Chase em 2008. O Long Beach Mortgage Corporation era um banco de hipotecas da Califórnia que foi adquirido pelo WaMu em 1999. Ele era

apenas um dos vinte concessores de hipotecas adquirido pelo WaMu nos anos 1990, mas o único que continuou a operar com seu próprio nome de forma mais ou menos independente. Tinha uma péssima reputação, merecida. As perdas em títulos lastreados em empréstimos do Long Beach estavam entre as mais altas do país. O índice de inadimplência dos títulos lastreados em hipotecas do Long Beach em 2005 era o pior.[8]

A reputação do WaMu não era muito melhor. Crescera por intermédio da aquisição desordenada de emprestadores menores, sem nunca conseguir criar um sistema administrativo bem integrado. Mas o crescimento do mercado imobiliário mais que compensou a incompetência executiva. A remuneração total de Killinger no período de 2003 a 2008 foi superior a 100 milhões de dólares.

O WaMu se voltou decisivamente para empréstimos mais arriscados em 2005, após Killinger ter pedido uma "mudança em nossa cesta de negócios, aumentando nossa tolerância a Risco de Crédito". Em uma apresentação posterior ao conselho, ele disse que o objetivo era "desenfatizar juro fixo e encerrar governo [empréstimos regulares Fannie/Freddie]". Embora 49% dos novos empréstimos em 2005 já fossem em categorias de maior risco, o objetivo era chegar a 82% de empréstimos de maior risco em 2008.[9]

As apresentações de Killinger ao conselho especificavam cuidadosamente o "forte processo de gestão" que seria necessário para a estratégia de maior risco. Mas os processos de controle nunca foram realmente implantados. Os tetos de empréstimos de alto risco com base em capital foram violados quase desde o início.

Um retrato mais preciso do estilo de administração do WaMu pode ser deduzido pelo esquete "Eu gosto de muito dinheiro" apresentado pelo Kauai Kick It Krew na festa do

President's Club de 2006 para os maiores "produtores" (pessoal de vendas) de empréstimos no Havaí.[10] A empresa não fez economia para o acontecimento; a entrega dos prêmios foi apresentada por Magic Johnson, o astro do basquete. No evento todos os grandes produtores, com o apoio de um grupo local, apresentaram um rap:

Eu gosto de muito dinheiro e não posso mentir
Os irmãos da hipoteca não podem negar
Que quando a grana entra como se você estivesse imprimindo suas próprias notas
E você tem de se exibir
Você simplesmente gasta
Como se nunca fosse terminar
Porque você precisa ter aquele grande Benz novo.

O sistema de remuneração do WaMu refletia a retórica de Kauai. Funcionários de empréstimos eram pagos segundo um sistema de pontos baseado em volume que priorizava produtos de empréstimos. Dos dezesseis produtos no programa, apenas o último era uma hipoteca tradicional. A maior prioridade era um produto Option-ARM, uma das mais perigosas das recentes invenções. Os mutuários podiam adiar pagamentos do principal ou juros nos primeiros cinco anos de um empréstimo, acumulando atrasos que depois seriam somados ao principal. Os pagamentos mais altos do principal começariam juntamente com a aplicação da taxa de juros permanente, que era muito mais alta do que a oferta inicial. O WaMu se vangloriava de estar em segundo lugar em Option-ARM, e avançando rápido sobre o líder do mercado, a Countrywide.

A subsidiária Long Beach, do WaMu, era a pior. O executivo de operações do WaMu, Steve Rotella, relatou a Killinger na primavera de 2006, quando a bolha começou a perder fôlego: "Eis os fatos: a carteira (total pago) subiu 46% ... Mas a inadimplência subiu 140% e as execuções perto de 70%. ... A inadimplência de primeiro pagamento

está subindo e a safra de 2005 é mais alta em comparação com anos anteriores. Está feio.”[11] Mas os problemas iam muito além do Long Beach. O WaMu vendia quase todas as formas de empréstimos de alto risco – empréstimos 80/20 no qual uma primeira e uma segunda hipoteca cobriam o preço de compra, o adiantamento e os custos de transferência; empréstimos subprime; Option-ARM e empréstimos subprime sobre o valor de mercado líquido do imóvel. Todos estes eram combinados com empréstimos de “renda declarada” – empréstimos sem verificação de renda. Metade dos empréstimos subprime do WaMu, três quartos de seus Option-ARM e quase todos os empréstimos com garantia imobiliária eram de renda declarada. Empréstimos de alto risco com renda declarada eram usados para propriedades que obviamente estavam sendo compradas para especulação. Ninguém parecia piscar quando babás alegavam ter salários de executivos. Para completar, como a maioria dos emprestadores de alto risco, o WaMu exigia que essa renda só fosse suficiente para o juro baixo inicial, não para a taxa permanente, muito mais alta.

Descobriu-se que dois centros de produção alta em regiões pobres de Los Angeles tinham um alto nível de fraude – de 85 empréstimos revisados em um centro, 58% tinham fraudes confirmadas; em 48 revistos em outro, *todos* eram fraudulentos. Os dois gerentes estavam profundamente envolvidos nas fraudes. Ambos, claro, eram antigos homenageados do President’s Club. As fraudes incluíam uso de laranjas, documentos falsificados e assim por diante. Uma investigação realizada em 2005 foi apresentada à alta administração, mas não deu em nada, e os gerentes continuaram a participar do President’s Club. Um grande volume de atividades fraudulentas foi revelado em um terceiro centro – principalmente funcionários de produção falsificando dados de emprestadores –, mas outra investigação também deu em nada. O WaMu, claro, nunca

informou aos investidores que haviam comprado empréstimos desses centros que a documentação era fraudulenta.[12]

Ex-funcionários do WaMu, que atuam como testemunhas confidenciais em vários processos cíveis, testemunharam que cada agente era obrigado a conceder nove empréstimos por dia, recebendo bônus em dinheiro acima disso; que os padrões de concessão de empréstimos mudavam quase diariamente; e que os empréstimos que combinavam Fico[a] (classificações de crédito) na faixa de 500 (muito baixo), estruturas Option-ARM e altas proporções de empréstimo em relação ao valor (LVT, na sigla em inglês) eram algumas vezes tratados como sendo prime. Uma agente sênior testemunhou que empréstimos que ela havia recusado com frequência reapareciam aprovados pela alta administração. Dezenas de ex-funcionários testemunharam na mesma linha. O procurador-geral do estado de Nova York também processou o WaMu por usar pressão financeira para levar avaliadores a inflacionar valores de propriedades.[13]

Mesmo em 2007 e 2008, Killinger queria aumentar os empréstimos de alto risco. No final de 2007 ele anunciou que o WaMu estava “acrescentando cerca de 20 bilhões de dólares em empréstimos neste trimestre, aumentando a carteira de empréstimos em cerca de 10%”. Isso em um momento em que as perdas nos Option-ARM em sua carteira haviam disparado de 15 milhões de dólares em 2005 para 777 milhões na primeira metade de 2008.[14] Então a empresa quebrou e foi vendida para o JPMorgan Chase. Depois, quando questionado em uma audiência do Senado por que havia adotado uma estratégia de concessão de empréstimos de alto risco, Killinger respondeu descaradamente que não havia feito tal coisa.[15]

Em março de 2011 o FDIC processou Killinger e dois outros altos executivos do WaMu em 900 milhões de

dólares, alegando que haviam corrido riscos excessivos com o objetivo de enriquecimento pessoal em curto prazo. Em dezembro de 2011 os executivos aceitaram acordos no total de 64 milhões de dólares. Contudo, os seguros cobriam tudo menos 400 mil dólares; seu patrimônio pessoal permaneceu quase incólume, e eles não foram obrigados a admitir culpa. Mais cedo naquele ano o Departamento de Justiça já havia anunciado que estava encerrando sua investigação penal sobre o WaMu, afirmando que "as evidências não atendem às necessidades para acusações penais".[16]

New Century

A New Century Financial Corporation foi fundada em 1995 como um concessor de hipotecas independente concentrado no segmento subprime do mercado. Começou a ser negociada na bolsa Nasdaq em 1997. Suas hipotecas anuais haviam crescido para 3,1 bilhões em 2000, e dispararam para 20,8 bilhões em 2003, fazendo dela a segunda maior emprestadora de subprime. Em 2006 os empréstimos haviam passado para 51,6 bilhões. Três quartos dos empréstimos eram comprados pelo Morgan Stanley e pelo Credit Suisse, que também forneciam a maior parte do seu financiamento.[17]

No começo de 2007 a New Century anunciou que iria revisar os ganhos dos três primeiros trimestres de 2006, antes anunciados como sendo de 276 milhões de dólares, e que no cômputo final o ano fiscal de 2006 iria revelar perdas. Os bancos garantidores cancelaram suas linhas de financiamento em março, efetivamente encerrando os negócios, e a empresa pediu falência em abril. Os salários e bônus de seus três altos executivos em 2005 haviam sido de cerca de 1,9 milhão de dólares cada, e no mesmo ano cada

um deles embolsou entre 13 e 14 milhões em opções de ações não condicionadas.[18]

De modo curioso, em 2008 um gestor de fundo de hedge chamado David Einhorn ficou famoso por apostar contra o Lehman Brothers enquanto questionava suas finanças e movia uma campanha pública contra o banco. Einhorn acusou o Lehman de contabilidade enganosa e de manter avaliações falsamente altas de seu patrimônio imobiliário. O sr. Einhorn sem dúvida entendia do assunto; mas ele havia sido muito menos explícito sobre irregularidades contábeis relacionadas a hipotecas quando era membro do conselho de administração da New Century durante a bolha. Um investigador mais tarde indicado pelo administrador da massa falida da New Century realizou uma investigação profunda na empresa e em sua firma de auditoria, a KPMG. Um relatório de 581 páginas apresentado em 2008 revelou motivos substanciais para ações contra funcionários da empresa por práticas comerciais "impróprias e imprudentes" e contra a KPMG por "negligência profissional" e "quebra de seu padrão de cuidados profissionais".[19]

O próprio relatório oferece muitos exemplos de práticas importantes durante a bolha. O volume de aquisições de empréstimos pela New Century quase dobrou anualmente entre 2000 a 2004, momento em que todos os alarmes internos estavam disparando. Eis aqui exemplos de e-mails enviados à alta administração:

> [Out. 2004] Empréstimos de renda declarada apresentam um risco muito alto de inadimplência inicial e geralmente têm qualidade de crédito inferior que nossos próprios mutuários declarados.

> [Out. 2004] Renda declarada. Isso tem aumentado drasticamente, ao ponto em que empréstimos de renda declarada são a maior parte da produção, beirando >50% da produção. Sabemos que empréstimos de renda declarada não têm desempenho tão bom quanto empréstimos de Doc. Plena.

[Outono 2004] Simplesmente não consigo ficar confortável com mutuários que não conseguem ou não querem provar sua renda.

[Jan. 2005] Para insistir no óbvio, a renda real de um mutuário não é conhecida em empréstimos de renda declarada, portanto não podemos realmente determinar a capacidade de um mutuário de fazer um empréstimo.

Um memorando interno disse:

O produto subprime mais comum é um empréstimo com juros fixos por 2 ou 3 anos e depois ajustável. A taxa inicial é muito abaixo da taxa plenamente indexada, mas o empréstimo é subscrito pelo pagamento inicial. No mês 25 o mutuário se depara com um grande choque de pagamento mesmo que o índice básico não tenha mudado. Isso obriga o mutuário a refinanciar, provavelmente com outro emprestador subprime ou corretor. O mutuário paga outros 4 ou 5 pontos (de sua propriedade) e faz outro empréstimo 2/28, dessa forma arrancando mais dois anos de vida, mas essencialmente perpetuando um ciclo de refinanciamentos e perda da propriedade para emprestadores gananciosos.[20]

Inevitavelmente o mutuário carece de bens suficientes para sustentar o ciclo (sem valores de imóveis em crescimento acelerado) e termina tendo de vender a casa ou enfrentar execução.[21]

A despeito da aguda deterioração da qualidade dos empréstimos, os planos de remuneração continuaram solidamente baseados no volume. No final, foi o puro desmazelo que empurrou a New Century para a falência, muito antes que toda a extensão da inadimplência nos empréstimos e das fraudes ficasse clara. Quando um auditor descobriu que a contabilidade da recompra de empréstimos precisava ser refeita isso eliminou os lucros de 2006. O comitê de bancos de Wall Street que financiava a New Century (presidido pelo Morgan Stanley) parou de fornecer dinheiro, e a empresa efetivamente parou de fazer negócios.[22]

Countrywide Financial Corporation

À primeira vista a Countrywide não era o emprestador subprime típico. Fundada em 1969 por David Loeb e Angelo Mozilo, ela se tornou o maior e mais lucrativo concessor de hipotecas do país. Mozilo era famoso por ser obsessivamente atuante, além de um chefe terrível. Por muitos anos a empresa teve reputação de empréstimos conservadores e excelentes controles de custos. Em 2003 a *Fortune* a louvou como uma das empresas americanas mais bem-sucedidas, com valorização das ações em 23.000% desde 1982.[23]

Mozilo não tinha certeza da estratégia de subprime, e algumas vezes alertou internamente para os riscos. Mas no final alguma combinação de ego, cobiça, preguiça e talvez fadiga (ele passou por várias operações na coluna vertebral durante a bolha) foi mais forte que ética e cautela. Enquanto se aproximava da idade da aposentadoria em meio à bolha, Mozilo anunciou uma meta absurdamente ambiciosa para a Countrywide: uma participação de 30% de todo o mercado americano de hipotecas. Isso exigia uma expansão agressiva para todo o espectro de produtos de empréstimos tóxicos, que Mozilo pressionou a Fannie Mae a comprar. O resto ele vendeu para Wall Street, que não precisou pressionar de modo algum.

A Countrywide também fez muito lobby e usou técnicas que beiravam o suborno. Mozilo criou uma unidade VIP, “Amigos do Angelo”, para oferecer serviços ao cliente enormemente melhorados e termos de hipoteca favoráveis para dezenas de executivos da Fannie Mae, congressistas, funcionários do Congresso e várias pessoas de destaque (um dos beneficiados foi o apresentador do programa *Tonight Show*, Ed McMahon, que não pagou seu empréstimo de 4,8 milhões de dólares).[24] Entre os beneficiados estiveram a presidente da Câmara dos Deputados, Nancy Pelosi, e o senador Chris Dodd,

presidente do Comitê de Bancos do Senado, além de três sucessivos CEOs da Fannie Mae.

Em 2006 a Countrywide e suas práticas haviam se tornado amplamente fraudulentas. Em setembro de 2005 a Countrywide contratou uma mulher chamada Eileen Foster como primeira vice-presidente de Atenção aos Clientes, no gabinete do presidente da empresa. Em meados de 2006 ela foi promovida a vice-presidente sênior. Depois, em 7 de março de 2007, outra vez promovida, a vice-presidente sênior de Administração de Risco de Fraude. Nesse cargo ela deveria cuidar das políticas de redução de fraude da Countrywide e também chefiava pessoalmente dezenas de investigadores de fraude.

De forma ingênua, ela começou a investigar fraudes e a fazer algo em relação a elas. Logo descobriu fraudes em massa em muitos escritórios regionais de empréstimos, cometidas por funcionários e gerentes. Como de hábito no setor, os funcionários de empréstimos eram remunerados com base em volume de "produção", independentemente da qualidade, e, como era comum, incentivados a produzir empréstimos com os maiores juros e as maiores taxas de administração possíveis. Só podiam fazer isso em grande volume se valendo de fraude.

Quase imediatamente Foster e sua organização identificaram uma enorme operação fraudulenta organizada, cometida por pessoal da Countrywide na região de Boston, incluindo um gerente regional e um de divisão.[25] Foster e sua unidade reuniram evidências que obrigaram a Countrywide a fechar seis de suas oito agências em Boston e a demitir mais de quarenta funcionários. Foster e sua unidade receberam informações e reuniram evidências de várias outras fraudes organizadas e altos funcionários de empréstimos envolvidos. Em dezembro de 2007 Foster começou a alertar a administração de que havia fraude

sistemática e disseminada na Countrywide. Seu superior imediato concordou com ela.

Em dezembro de 2011 o *60 Minutes* exibiu uma excelente reportagem em duas partes intitulada "Prosecuting Wall Street", sobre a falta de processos penais relativos à bolha e à crise. Foster foi entrevistada em vídeo pelo correspondente do *60 Minutes* Steve Kroft. Eis alguns trechos:

STEVE KROFT: Você acredita que há pessoas na Countrywide que deveriam estar atrás das grades?

EILEEN FOSTER: Sim.

KROFT: Quer me dar o nome delas?

FOSTER: Não.

KROFT: Daria os nomes delas a um grande júri caso fosse perguntada? foster: Sim.

KROFT: Quanta fraude havia na Countrywide?

FOSTER: Pelo que eu vi, o tipo de coisas que vi, era... parecia sistêmico. Não era apenas um indivíduo, ou dois ou três indivíduos, eram agências de indivíduos, eram grupos de indivíduos.

KROFT: O que você parece estar dizendo é que era apenas um modo de trabalhar? foster: Sim.

KROFT: Você acha que era apenas na divisão de Boston?

FOSTER: Não. Não, eu sei que não era apenas a divisão de Boston. O que estava acontecendo em Boston também acontecia em Chicago, e Miami, e Detroit, e Las Vegas e Phoenix e todos os grandes mercados por toda a Flórida. Descobri que havia... que havia muitos, muitos, muitos relatos de fraude, como eu suspeitara. E eles nunca... nunca foram passados ao meu grupo, nunca foram passados ao conselho, nunca foram passados ao governo enquanto eu estava lá.

KROFT: E você acredita que isso era intencional?

FOSTER: Sim. Sim, decididamente.

Foster *também* começou a encontrar evidências de que o departamento de pessoal da Countrywide estava protegendo atividade fraudulenta. Ele fazia isso de diversas formas, entre elas não informar ao grupo de Foster; informar ao criminoso sobre alegações de fraude; identificar informantes e denunciadores aos criminosos; não tomar providências no caso de queixas de retaliação contra informantes; e retaliar diretamente contra eles. (Ela

contou ao *60 Minutes* que um alto executivo ordenara que o departamento de pessoal evitasse o departamento dela.)[26] Foster se queixou aos altos executivos encarregados do departamento de pessoal, momento em que este departamento da Countrywide começou a *investigá-la*. Em maio de 2008 Foster falou aos executivos encarregados da unidade de assuntos internos da Countrywide, descrevendo a extensão das fraudes e também o comportamento do departamento. Como veremos, isso não foi bom.

Quando a bolha chegou ao ápice e tudo na Countrywide começou a dar errado, Angelo Mozilo recorreu a várias formas de logro, pessoal e empresarial. Em primeiro lugar, intensificou os esforços para se livrar rapidamente de empréstimos duvidosos, de modo que a Countrywide não estivesse com eles quando começasse a inadimplência. De acordo com os e-mails, ele conclamou seus subordinados de maneira grosseira a "pentear os ativos" e vender os mais arriscados enquanto havia tempo. Mas, como bem sabia, a documentação de cada venda ou securitização de empréstimos afirma que os instrumentos vendidos representam todos os empréstimos daquele tipo de propriedade do vendedor – que não foram selecionados para descarregar risco. Então, essa estratégia de solução era ela mesma fraudulenta.

Depois Mozilo se protegeu financeiramente, como muitos executivos fizeram. À medida que a Countrywide começou a quebrar, Mozilo usou 2 bilhões de dólares de dinheiro emprestado da Countrywide para comprar as próprias ações, de modo a aumentar seu valor. E também fez repetidas apresentações a analistas e investidores sobre a alta qualidade do crédito e dos processos de controle da Countrywide, o bom desempenho de seus produtos e a solidez financeira da empresa. Um processo relaciona cerca de três dúzias de oportunidades diferentes nas quais Mozilo fez ou confirmou afirmações sobre as políticas de

supervisão de empréstimos e crédito da empresa. Com base no que sabemos hoje, todas eram falsas.

Contudo, ao mesmo tempo que a Countrywide recomprava suas ações e Mozilo dizia ao mundo que tudo estava bem, ele na verdade vendia *suas próprias* ações da empresa – mais de 100 milhões de dólares no ano anterior à quebra da empresa. Sua remuneração total durante a bolha foi superior a 450 milhões, e como resultado da venda de suas ações ao longo dos anos, ele continua a ser riquíssimo, com um patrimônio estimado em 600 milhões de dólares.

Quando a quebra não podia mais ser adiada a Countrywide se vendeu para o Bank of America; o negócio foi assinado em janeiro de 2008, e finalmente concluído em julho. A aquisição iria se revelar um erro muito caro para o Bank of America, causando muitos bilhões de dólares em novas perdas. Em 2012 as perdas e as obrigações legais da Countrywide eram tão graves que ameaçavam a viabilidade do Bank of America.

Em julho de 2008, quando o Bank of America assumiu oficialmente a Countrywide, Eileen Foster foi convidada a assumir o cargo de vice-presidente sênior, Divisão Executiva de Investigações de Fraudes em Hipotecas, que ela aceitou. Contudo, o departamento de pessoal continuou a investigar Foster e ouvir seus colegas, um dos quais alertou executivos do Bank of America, incluindo seu conselheiro geral e seu executivo de operações. Em 8 de setembro de 2008 Eileen Foster foi informada por executivos seniores do Bank of America de que havia sido demitida. Ela entrou com um processo-denúncia, que venceu; a Occupational Safety and Health Administration ordenou que ela fosse readmitida e lhe concedeu uma indenização superior a 900 mil dólares. Em sua entrevista ao *60 Minutes* Foster afirmou que a razão imediata para sua demissão foi se recusar a ser devidamente orientada sobre o que dizer às autoridades federais. Ela também

afirmou em depoimento gravado que até a época da entrevista em 2011 não havia sido ouvida por nenhuma autoridade legal federal.

Outros emprestadores subprime

Embora o WaMu, a New Century e a Countrywide estivessem entre os maiores emprestadores de subprime, havia muitos outros igualmente ruins. A Fremont, por exemplo, era um dos maiores do país, e vendia seus empréstimos para os principais bancos de securitização – Goldman Sachs, Merrill Lynch, Bear Stearns, Deutsche Bank, Credit Suisse, Lehman Brothers, Morgan Stanley. Ou melhor, fez isso até março de 2007, quando o FDIC a tirou do negócio e a jogou na falência por várias infrações a leis e regulamentos. Em 2008 a Suprema Corte de Massachusetts, em ação proposta pelo procurador-geral do estado, proibiu muitas execuções de hipotecas da Fremont por elas terem sido concebidas como danosas.[27]

Em ações civis, uma longa relação de testemunhas confidenciais composta de ex-funcionários recitou as fraudes habituais. Alegaram que os concessores eram instruídos a "pensar criativamente" e "fazer funcionar".[28] Se a renda real dos mutuários não era suficiente para sustentar uma hipoteca, empréstimos eram convertidos em empréstimos por renda declarada até o nível necessário. Uma série de quarenta empréstimos teria sido aceita por um corretor, embora todos tivessem declarações bancárias idênticas.

O WMC foi outro. Era o sexto maior concessor de subprime no país em 2004, quando foi vendido para a GE Capital (sim, General Electric) por sua dona, a empresa de investimentos em private equity Apollo Management, cujo CEO, Leon Black, gastou 1 milhão de dólares para que

Elton John tocasse em sua festa de aniversário. Durante vários anos a GE ganhou muito dinheiro, mas fechou a empresa em setembro de 2007, engolindo uma conta de 400 milhões de dólares.

A lista de securitizadores de Wall Street do WMC era muito parecida com a da Fremont – as maiores e mais prestigiadas empresas de Wall Street. Mas o WMC era o quarto na relação de "Dez piores nos dez piores" do departamento de controle do meio circulante em 2010 – os dez piores emprestadores nos dez mercados imobiliários mais arrasados do país. Uma autópsia realizada como parte de um processo de fraude cível pela PMI Inc., uma seguradora de hipotecas como a MBIA, descobriu a história habitual – disseminadas violações em garantias de securitização, documentação falha ou obviamente falsificada e assim por diante.[29]

A Ameriquest foi mais uma, e a líder em empréstimos subprime nos Estados Unidos em 2003, tendo elevado o volume para 39 bilhões de dólares contra apenas 4 bilhões em 2000. Um promotor-geral assistente de Minnesota requisitou os arquivos da Ameriquest em 2003 e ficou impressionado ao ver em fichas seguidas a profissão do candidato indicada como "antiquário". Mutuários contaram ter assinado um pedido de empréstimo e no momento de fechar negócio descoberto que todo um histórico financeiro – recibos de impostos e tudo mais – havia sido inventado para eles. A Ameriquest também estava na lista dos "Dez piores nos dez piores". Diz muito sobre a ignorância da alta administração do Citigroup que ele tenha comprado a Ameriquest no verão de 2007, quando a bolha do subprime estava estourando.[30] A Ameriquest foi alvo de grandes processos movidos por mais de vinte procuradores-gerais estaduais durante a bolha, enquanto autoridades de controle e órgãos judiciários federais não fizeram nada. Em

2005 seu CEO, um grande financiador dos republicanos, foi nomeado embaixador na Holanda pelo presidente Bush.

Outro emprestador de subprime, a Option One era uma subsidiária da H&R Block, uma empresa de cálculo de impostos. De fato, os funcionários de cálculo de impostos eram incentivados a dizer: “Seus juros naquela hipoteca parecem altos, por que não passam no nosso consultor de hipotecas antes de sair? Talvez possamos conseguir um negócio melhor para vocês.”[31]

Então, os emprestadores queriam que todos pedissem cada vez mais dinheiro emprestado, e *preferiam* ativamente mutuários que não entendiam de hipotecas, não deveriam ter uma, podiam ser enganados e/ou não tinham como reagir após terem sido ferrados. Por um momento a bolha escondeu tudo isso, pelo menos para investidores ingênuos de fora do setor. Ironicamente, o enorme aumento na concessão de empréstimos e o colapso nos padrões de concessão fizeram empréstimos subprime e títulos lastreados em hipotecas parecer muito mais seguros do que realmente eram, porque isso mantinha os preços dos imóveis em alta. Preços de residência subindo permitiam que mesmo mutuários desempregados, fraudulentos e/ou inadimplentes evitassem (ou simplesmente *adiassem*) o calote por intermédio de refinanciamento, empréstimos sobre a propriedade ou vendendo o imóvel com lucro. À medida que a bolha inchava, juros iniciais baixos, logro e/ou hipotecas insustentáveis se tornaram normais. Um slogan comum de corretor era “Não se preocupe com o pagamento posterior de juros mais altos”. Quando chegasse o momento o corretor refinanciaria – com outra taxa baixa de juros – porque o valor de sua casa já teria aumentado.

Isso mantinha o dinheiro fluindo pelo sistema para investidores ingênuos como fundos de pensão municipais e pequenos bancos estrangeiros, que tiveram um grande retorno sem inadimplência por alguns anos até a música

por fim parar de tocar. Enquanto isso, esse retorno alto os levou, claro, a comprar ainda mais do mesmo lixo. O mesmo mecanismo também permitiu que gestores de investimento plenamente informados, mas antiéticos – fundos de hedge, gestores de recursos privados dentro de bancos de investimento –, fizessem a mesma coisa. O retorno temporariamente alto manteve seus clientes felizes por vários anos, e manteve altos seus bônus anuais. Quando a música parou, os gestores de fundos fecharam o fundo ou se demitiram, levando o dinheiro e deixando as perdas para seus clientes.

Fannie Mae e Freddie Mac

Fannie Mae e Freddie Mac não são literalmente concessoras de hipotecas. Elas compravam, asseguravam e securitizavam empréstimos concedidos por empresas de hipotecas; a Countrywide era sua maior fonte isolada de empréstimos. Elas também compravam e mantinham como investimento enormes carteiras de títulos lastreados em hipotecas, o que causou uma grande parte de suas perdas durante e após a crise.

Tanto a Fannie Mae quanto a Freddie são empreendimentos financiados pelo governo (GSE, na sigla em inglês), criados pela administração federal para apoiar a propriedade de imóveis residenciais e a concessão de hipotecas sustentáveis. Mas ao longo de três décadas antes da crise, elas aos poucos se libertaram dos limites legais em busca de lucros. Abriram capital e, mais importante, castraram de modo hábil a supervisão do Congresso e do Ofheo (Office of Federal Housing Enterprise Oversight), seu órgão de controle ineficaz e sem pessoal. Conseguiram isso por uma combinação extraordinariamente agressiva de lobby, patrocínio, contratação de servidores públicos e

falsidade explícita. Entre os contratados estiveram Newt Gingrich (1,6 milhão de dólares do principal lobista da Freddie Mac por “conselhos estratégicos” e “acesso aos conservadores”) e Tom Donilon, que durante anos foi o principal lobista da Fannie Mae e hoje é conselheiro de segurança nacional do presidente Obama. As duas empresas também impediram uma governança corporativa eficaz abarrotando os conselhos de administração de pessoas submissas e com laços políticos, que eram pagas de forma excessiva e de quem se esperava silêncio. E implantaram as mesmas estruturas de remuneração usadas por todo o setor financeiro, que davam grandes bônus com base em desempenho de curto prazo.

E, apenas para não deixar passar nada, também se envolveram em fraude contábil em massa para garantir que seu desempenho anunciado lhes permitisse *receber* esses bônus.

As preocupações com a contabilidade da Fannie e Freddie foram apresentadas em público pela primeira vez em audiências do Congresso em 2000, perante um subcomitê do Comitê de Serviços Financeiros da Câmara. Nessas audiências, a Fannie Mae e seu então CEO, Franklin Raines, foram defendidos pelos democratas do Congresso, entre eles Barney Frank. Também foram defensores a deputada Maxine Waters e outros membros da bancada negra, em parte porque Raines era um afro-americano com boas relações (ex-diretor de orçamento de Clinton) e em parte porque a Fannie Mae era muito poderosa politicamente nos distritos urbanos em que atuava, fazia lobby pesado e era uma grande doadora de campanha.

As primeiras grandes alegações de fraude contábil surgiram em 2003, quando o Ofheo processou os executivos da Freddie Mac. A Freddie Mac pagou uma multa de 125 milhões de dólares. (Mais tarde, em 2006, também foi multada em 3,8 milhões pela Comissão Eleitoral Federal

por doações ilegais de campanha.) Em 2004, o Ofheo e a SEC divulgaram relatórios extremamente críticos sobre a Fannie Mae. Depois, em 2006, o Ofheo processou Raines e dois outros ex-executivos da Fannie Mae em uma tentativa de recuperar bônus ligados às fraudes contábeis. Só Raines havia recebido mais de 90 milhões de dólares; ele também era um dos muitos executivos e funcionários do governo que tinham recebido empréstimos vantajosos do programa VIP da Countrywide. Acordos posteriores com os três executivos permitiram a eles manter a maior parte dos bônus, e não exigiram que nenhum admitisse culpa. A Fannie Mae pagou uma multa empresarial de 400 milhões de dólares para encerrar o processo da SEC. Não foram feitas acusações criminais.

A Fannie Mae e a Freddie Mac certamente contribuíram para a bolha, embora tivessem chegado tarde à festa. Em parte por causa da descoberta das fraudes contábeis, nos primeiros anos da bolha ambas foram bastante conservadoras em relação aos empréstimos que estavam dispostas a comprar e/ou segurar. Mas a partir de 2004 começaram a aumentar o número de empréstimos Alt-A que compravam e a relaxar nos padrões de crédito. Continuavam a ser uma minoria do mercado de empréstimos-lixo, e esses empréstimos eram apenas uma pequena parcela de seu total de compras de empréstimos. Contudo, eram empresas tão grandes que suas perdas foram enormes, comparáveis às das piores empresas no setor privado.

Também contribuíram para a bolha de outra forma – como enormes investidores em títulos lastreados em hipotecas. De 2004 a 2006, a Fannie Mae e a Freddie Mac compraram 434 bilhões de dólares em títulos lastreados em hipotecas criados por Wall Street.[32] Fizeram isso basicamente porque seus executivos tinham os mesmos incentivos perniciosos que todos os outros, e esses títulos

pagavam altas taxas de juros. Como elas tinham classificação de crédito AAA, podiam pegar dinheiro emprestado a taxas de juros muito baixas, que usavam para comprar títulos de hipotecas com taxas muito maiores. Era insanamente fácil e insanamente lucrativo – até deixar de ser. No final, as perdas das duas empresas com o investimento foram quase tão grandes quanto suas perdas com as hipotecas que haviam comprado ou garantido.

Começaram a perder dinheiro em 2007. No final de 2010 tinham, juntas, 71,9 bilhões de dólares em perdas em investimentos e 75,1 bilhões de dólares em perdas em créditos de hipoteca, em um total somado de 147 bilhões. Continuaram a perder dinheiro desde então. Mesmo em 2012 ainda perdiam dinheiro, porque o governo Obama as obrigara a aliviar o pagamento de hipotecas de mutuários desempregados.[33]

Em 2011 a SEC processou os ex-CEOs das duas empresas e quatro outros ex-altos executivos por fraude com títulos, acusando as duas empresas de esconder dos investidores sua exposição a hipotecas subprime.[34] O processo alegava que as duas empresas começaram a comprar um grande volume de empréstimos de alto risco de modo a cumprir metas de lucros de curto prazo relacionadas ao pagamento de bônus anuais aos executivos. Ao mesmo tempo a SEC fez acordos com as duas empresas para suspender as ações. Nunca foram feitas acusações penais às empresas ou aos seus antigos executivos.

Fannie e Freddie causaram a bolha?

Republicanos conservadores, com grande apoio dos bancos de Wall Street, claro, afirmaram que o boom imobiliário foi causado pelo excesso de regulamentação federal, que obrigava a Fannie Mae e a Freddie Mac a subsidiar

empréstimos de hipoteca em outras circunstâncias ilógicos para mutuários sem qualificação, com o que queriam dizer pessoas pobres, minorias e imigrantes. Os vilões de sempre na história são os democratas liberais no Congresso e a lei de reinvestimento na comunidade, uma lei federal que estabelece metas para a concessão de hipotecas para grupos e bairros carentes. Mas essa história não se sustenta, por várias razões.

Para começar, os números simplesmente não sustentam o argumento. Não foram a Fannie e a Freddie, mas o setor privado, em especial seus integrantes menos controlados do sistema bancário sem supervisão, que inflaram a bolha. De fato, a taxa de inadimplência em empréstimos que as GSEs compraram ou garantiram continua a ser inferior à dos criados e embalados pelos concessores de hipotecas e por Wall Street.

Não foi o excesso de regulamentação que empurrou as empresas para o desastre. Na verdade, o órgão de controle da Fannie Mae e Freddie Mac reduziu ligeiramente o dano que as GSEs causaram por impedir pelo menos uma das formas através das quais elas estavam enganando o sistema: suas enormes fraudes contábeis. Até aqueles escândalos, e em grande medida até mesmo depois deles, Fannie Mae e Freddie Mac se comportaram como quiseram; sua ação era determinada muito mais amplamente por forças do setor privado (isto é, bônus anuais e opções de ações) que por regulamentação ou metas de financiamento barato. Ademais, seu pior comportamento se deu em um momento em que os republicanos controlavam a Casa Branca e as duas casas do Congresso, tornando improvável que a pressão dos democratas liberais as afetasse muito.

Finalmente, quase metade de suas perdas finais se deveu a serem elas investidoras, não compradoras, seguradoras ou securitizadoras de empréstimos. Elas não

compravam esses títulos por responsabilidade social ou pressão política liberal; compravam porque seus executivos e corretores tinham os mesmos incentivos nocivos que todos os outros, baseados em desempenho de curto prazo, e sem “devolução” se as coisas dessem errado depois. Pelas mesmas razões, começaram a comprar hipotecas de maior risco e maior margem após o começo da bolha. A pressão política provavelmente teve um pequeno papel em suas compras de hipotecas, mas não foi o fator principal.

Então, a bolha não foi causada por pobres demais comprando casas graças a regulamentadores federais bonzinhos. Fannie Mae e Freddie Mac certamente foram grandes participantes, mas não começaram a bolha nem foram seus maiores beneficiários. Contudo, apenas por causa de seu tamanho, causaram muitos danos.

Em síntese, o que criou e inflou a bolha foi uma combinação de taxas de juros muito baixas, desonestidade disseminada por todo o sistema financeiro, enormes fraudes nos empréstimos, especulação, demanda por títulos com grande rendimento e, não desprezível, um consumidor americano pressionado e desesperado para manter seu padrão de vida e a quem todos – incluindo George W. Bush e Alan Greenspan, além de corretoras e bancos – diziam que os empréstimos residenciais eram a forma de conseguir isso. De 2000 a 2007, o dinheiro líquido retirado das casas lançou 4,2 trilhões de dólares na economia americana,[35] e em 2005 metade de todo o crescimento do PIB americano se deveu à habitação.[36] No final da bolha, em 2007, a dívida dos lares americanos havia saltado para 130% do PIB, um recorde histórico, comparado com apenas 80% em 2000.

Tudo isso só pôde acontecer por causa da cadeia alimentar da securitização, combinada com o colapso da ética e a disseminação de incentivos perniciosos por todo o setor financeiro. De fato, assim que os bancos de investimento inventaram os CDOs, sequer precisaram se

limitar a hipotecas – qualquer tipo de empréstimo podia ser transformado em CDO, e o resultado vendido como um "produto estruturado" absolutamente seguro. Houve bolhas paralelas, porém menores, apresentando níveis iguais de desonestidade, em outros ativos de crédito como empréstimos para compra de veículos, empréstimos estudantis, dívidas de cartão de crédito, dívida bancária islandesa, imóveis comerciais e private equity (também conhecido como aquisições alavancadas). Também esses empréstimos foram vendidos e alimentaram a máquina de securitização de Wall Street, algumas vezes colocados nos mesmos CDOs que continham hipotecas subprime. De fato, isso é mais uma evidência de que foram a ganância e a desonestidade do setor financeiro que inflaram a bolha, não uma mania geral de comprar casas ou demagogos pressionando a Fannie Mae e a Freddie Mac.

Claro que nada disso teria sido possível se as maiores e melhores instituições financeiras de Wall Street tivessem recusado o negócio. Os emprestadores eram inteiramente dependentes da corrupção generalizada no cerne do sistema financeiro – os bancos de Wall Street, as agências de classificação, as seguradoras de hipotecas, os analistas do setor e, claro, as autoridades que deveriam regulamentar. Vamos agora falar delas.

---

[a] Fico é a abreviatura usada pela Bolsa de Valores para a Fair Isaac Corporation, a empresa pioneira na avaliação de crédito de três dígitos.

4. Wall Street cria uma bolha e a dá de presente ao mundo

Os bancos de investimento durante a bolha: um mundo sem limites

Acabamos de ver como eram os empréstimos de hipoteca durante a bolha. O que Wall Street estava pensando quando comprou esses empréstimos e os transformou em trilhões de dólares de produtos supostamente ultrasseguros, mas na verdade muito daninhos? Supondo que a maioria dos banqueiros de investimento não era de cretinos completos, eles eram: 1) inocentes, sendo enganados por banqueiros de hipoteca brilhantes e maus; 2) despreocupados e inconscientes ao extremo, não tendo o trabalho de ver ou compreender o que estavam comprando e vendendo; e/ou 3) parte do golpe.

Bem, não foi o número 1. Para a maioria deles também não foi o número 2, embora *tenha havido* alguma inconsciência chocante, em particular entre administradores de alto nível e conselhos de administração; este é um tema interessante, que discutiremos depois. Mas as pessoas que faziam o trabalho de verdade, bem como muitos altos administradores, sabiam muito bem que estavam lidando com esterco. Com frequência simplesmente não se *importaram* com o que era ou o dano que podia causar, desde que pudessem vender. Mas não eram inocentes. Muitas vezes pressionaram de forma aberta os emprestadores a fornecer ainda mais estrume

que cheirava ainda pior, mentiram sobre suas conhecidas características quando o venderam e lucraram mais uma vez apostando contra ele.

Mas os defensores dos bancos (e agências de classificação, seguradoras e fundos de hedge) fazem uma objeção aparentemente poderosa a este ponto de vista: muitos dos bancos quebraram, fazendo com que CEOs, altos executivos e membros dos conselhos perdessem seus empregos e muito dinheiro. Vários corretores e chefes de departamentos foram demitidos ou dispensados. Isso supostamente demonstra que não podiam ter noção do que faziam, já que também estavam se prejudicando. Joe Nocera, do *New York Times*, Laura Tyson (do conselho do Morgan Stanley) e C. Michael Armstrong (ex-membro do conselho do Citigroup durante a bolha) me apresentaram esse argumento pessoalmente. Richard Parsons (presidente do Citigroup durante a bolha) e Angelo Mozilo apresentaram esse argumento em seus depoimentos no Congresso – Parsons descreveu a crise como o momento "quando eles atingiram este iceberg". Como, perguntaram eles e outros, os banqueiros poderiam ter cometido fraude de modo consciente quando era tão visível que isso era contrário aos seus interesses? Afinal, eles destruíram suas instituições, perderam seus empregos e suas ações passaram a valer nada quase da noite para o dia. Eles – ah, *nós* – não faríamos isso de modo consciente, faríamos? Mesmo se fôssemos egoístas, isso não é lógico, certo?

Bem, na verdade é lógico, e com frequência *não* era contra seu próprio interesse racional. De forma chocante, Wall Street estava estruturada de tal modo que para muitos banqueiros destruir suas próprias empresas era um comportamento absolutamente racional e a favor dos seus interesses. Pense no seguinte:

Em primeiro lugar, o dinheiro. Se você criava, vendia ou negociava títulos-lixo fraudulentos, mesmo se você os

comprava para sua instituição, recebia enormes bônus anuais, a maior parte em dinheiro, com base em seu desempenho naquele ano. Quanto tempo dura uma grande bolha? De cinco a sete anos parece ser a média recente: a bolha das S&Ls e dos junk bonds durou de 1981 ou 1982 até 1987 ou 1988; a bolha da internet durou de mais ou menos 1995 até meados de 2000; a bolha dos imóveis foi mais ou menos de 2001 até 2006 ou 2007. (Algumas duram ainda mais: a bolha do mercado de imóveis e ações do Japão durou quase a década de 1980 inteira, e a pirâmide de Bernard Madoffdurou mais de vinte anos.) Até o colapso, não apenas você está ganhando dinheiro, mas também sua empresa, muito dinheiro. Quanto mais você contribui para a bolha, mais dinheiro ganha. Quando há a quebra, mesmo que sua empresa afunde, você ainda está rico. Você não devolve dinheiro algum; muito possivelmente, pode se aposentar ou mudar de carreira. Mas mesmo que queira outro emprego, seu histórico não irá desqualificá-lo – ao contrário, como veremos.

Segundo, há o problema do "bem público" – neste caso, porém, um *mal* público. Suponha que você é uma das vinte ou quarenta (ou quinhentas) pessoas criando, negociando, vendendo, comprando, assegurando ou classificando lixo lastreado em hipotecas no Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman, Moody's, AIG, o lugar que for. Você vê um horrendo descarrilamento a caminho, com todos os seus colegas contribuindo para ele. Mas todos eles estão ganhando uma fortuna, e seu gerente – que também é seu chefe – está ganhando *ainda mais* dinheiro mantendo isso em funcionamento. É óbvio que eles continuarão a fazer isso, participe você ou não; então, mesmo que você se recuse a participar, a empresa ainda assim irá quebrar. Você pode tentar parar isso passando por cima de seu chefe e procurando o CEO; mas seu chefe não gostará nada disso, e ele e todo o departamento dirão ao CEO o que precisarem

dizer de modo a manter tudo funcionando. E se – hipoteticamente falando – seu CEO for um ególatra despreocupado, egoísta e desagradável perto da idade da aposentadoria, muito envolvido com seu jogo de golfe e sua coleção de arte, com algumas centenas de milhões de dólares em dinheiro já reservados, devendo receber outros 50 milhões naquele ano e cujo contrato garante a ele mais 100 milhões caso *perca o emprego* – bem, então *ele* provavelmente também não será muito simpático. Você pode tentar ir ao conselho de administração, mas mesmo que consiga chegar até eles, são velhos camaradas do CEO, muitas vezes completos ignorantes, escolhidos em grande medida para não fazer marola.

Então, se você tentar acabar com a festa, é provável que seja marginalizado ou demitido, como aconteceu com várias pessoas sérias e éticas que tentaram alertar a administração e impedir comportamentos antiéticos e ilegais no Merrill Lynch, Lehman, Citigroup, AIG e outros lugares. Então você não irá ganhar nada agindo de forma ética – muito ao contrário, irá se colocar no ostracismo e perder sua oportunidade de construir (ou melhor, transferir para si) alguma riqueza pessoal real – talvez uma oportunidade única na vida.

Terceiro, pense na compartimentalização da informação. Muitas pessoas sabiam estar fazendo algo desonesto e tirando vantagem de uma bolha, mas com frequência *não* tinham noção da escala ou do impacto no setor ou mesmo em sua própria empresa. Quanto da coisa a empresa tinha, como era avaliado, se pretendia ficar com aquilo ou vender, se já havia se protegido e assim por diante – muitas pessoas nos bancos de investimento, mesmo em um nível bastante alto, não tinham acesso a informações suficientes para saber o quanto sua empresa iria sofrer. Nem sabiam quando a bolha iria terminar; mas *sabiam* que enquanto ela durasse, poderiam continuar ganhando muito dinheiro.

Elas decerto não sabiam o tamanho da exposição do setor inteiro, nem a distribuição (ou concentração) de risco nas empresas. Não havia nenhuma instituição – incluindo os responsáveis pela regulamentação e o Departamento do Tesouro – que tivesse uma visão abrangente das posições e exposições do sistema financeiro. Apenas muito tarde ficou claro que tanto lixo fraudulento havia sido criado, com tamanha interdependência entre empresas, que podia ameaçar todo o sistema financeiro global; mesmo então, não era notório (ou podia ser) até a própria crise quanto risco havia sido criado por transações totalmente desregulamentadas e pouco transparentes com derivativos.

Quarto, há o problema do "ligeiramente grávido": assim que você está dentro, não importando como chegou lá, é melhor *ficar* lá. Digamos que você seja um operador sênior, chefe de departamento ou mesmo CEO, e após uma vida impecável, acorda certo dia e descobre que está atolado em uma pilha de lixo fraudulento criado por seu departamento ou sua empresa ao longo dos anos anteriores. O que você faz a essa altura? Você provavelmente *não* convoca uma coletiva para anunciar que sua empresa é um castelo de cartas prestes a desmoronar. Em vez disso, mantém a máquina funcionando enquanto pode – para maximizar sua própria renda, tentar tirar a empresa do buraco ou, simplesmente, como no caso de Bernard Madoff, adiar o máximo possível o momento inevitável de pagar por seus atos. Talvez você tente reduzir suas posições, ou protegê-las. Ou talvez comece a tentar lucrar apostando contra a bolha, incluindo seus próprios clientes. Se você sente que a bolha está prestes a terminar, pode ganhar muito dinheiro apostando no fracasso dos seus próprios títulos – e sim, as pessoas fizeram isso, e muito.

Mas, por fim, há o problema da realidade – em geral e especificamente em relação a essa bolha. O fato é que as pessoas cometem fraudes, mesmo quando sabem que é

arriscado para elas. Para dar um exemplo radical, *sabemos* que as pessoas ainda criam pirâmides (Allen Stanford, 8 bilhões de dólares; Bernard Madoff, 20 bilhões de dólares), embora toda pirâmide tenha a garantia matemática de desmoronar em algum momento, seguindo-se a isso a inevitável prisão. E agora, graças sobretudo a processos particulares e, de maneira secundária, a algumas investigações do governo, também sabemos que durante a bolha imobiliária muitas pessoas de fato estavam cometendo fraude conscientemente e vendendo produtos com defeitos.

Além disso, no caso da bolha imobiliária – e de modo distinto de pirâmides isoladas não institucionais – todos se safaram. As pessoas responsáveis pela bolha ainda estão ricas, fora da cadeia, são aceitas pela sociedade e estão aposentadas ou não, como preferem. Mesmo aqueles que realmente perderam algo – CEOs, figurões em conselhos de administração, chefes de unidades de negócios, pessoas como Richard Fuld, Robert Rubin, Angelo Mozilo, Stan O'Neal ou Joseph Cassano – ainda são riquíssimos como resultado de terem recebido muito dinheiro durante a bolha e/ou em suas indenizações de afastamento.

De fato, em termos líquidos, muitas dessas pessoas ganharam muito mais dinheiro criando e participando da bolha do que teriam ganhado ficando fora dela, embora tenham destruído suas empresas. Verdade que elas perderam o valor das ações que possuíam quando suas empresas quebraram em 2008. Mas durante os sete anos anteriores sua renda havia sido aumentada de forma extraordinária pela bolha, e elas retiraram boa parte dela – comportamento que, por sinal, não indica muita fé no (ou preocupação com o) futuro de suas empresas. Algumas dessas pessoas também receberam enormes pagamentos por rescisão ao serem demitidas, mesmo *depois* que a natureza e os efeitos de seu comportamento foram

conhecidos. Em um grau impressionante elas evitaram a desgraça social e ainda ocupam posições de prestígio, até mesmo poder. Então os defensores dos bancos na verdade estão dizendo: você vai acreditar em mim ou em seus olhos mentirosos?

Durante a bolha o governo Bush e o Federal Reserve foram em grande medida ausentes: se fizeram algo foi piorar as coisas. Em 2004 a SEC aprovou em votação unânime que os cinco maiores bancos de investimento pudessem calcular eles mesmos seus próprios limites de alavancagem, com base em seus modelos de risco internos. Em consequência disso, quando a festa acabou, vários deles estavam alavancados em mais de trinta por um, o que vale dizer que se o valor de seus ativos diminuísse apenas 3%, iriam à falência. Como resultado, quando a crise estourou, três dos cinco bancos – Bear Stearns, Lehman Brothers e Merrill Lynch – ficaram insolventes em 2008. Apenas o Goldman Sachs e o Morgan Stanley sobreviveram, e isso graças a operações de resgate federal.[1] Nessa época a SEC e outros órgãos federais de controle reduziram suas equipes de análise de risco e fiscalização, basicamente deixando os bancos de investimento sem supervisão. O mesmo pode ser dito no caso das várias organizações de "autorregulamentação" do setor, como a Financial Industry Regulatory Authority (Finra), a Securities Investor Protection Corporation (SIPC) e outras. A Finra, por exemplo, descreve assim sua missão em seu site na internet:

> A Finra é a principal regulamentadora não governamental para todas as empresas de títulos que fazem negócios com o público americano – quase 4.495 empresas que empregam cerca de 635.515 representantes registrados. Nosso principal papel é proteger os investidores sustentando a justiça dos mercados de capital dos Estados Unidos. Fazemos isso redigindo e aplicando regras, examinando empresas para verificar a obediência a elas, informando e educando investidores, ajudando empresas a evitar risco e obedecer às regras.[2]

Bem, a Finra não se saiu tão bem. (Presidente da Finra durante a bolha? Mary Shapiro, que se tornou presidente da SEC em 2009, nomeada pelo presidente Obama.) Como resultado do fracasso da regulamentação governamental e privada, durante toda a bolha os internos estiveram no comando do hospício. Considerando os incentivos, uma enorme fraude era totalmente racional para a maioria deles, mesmo que soubessem com antecedência todo o dano que iria causar.

Mas de fato foi tão explícito assim? Sim, foi. Parte do que se segue pode ser um pouco árido. Mas peço aos leitores que fiquem comigo, pois mais à frente direi algumas coisas realmente fortes – coisas como: essas pessoas deviam estar na cadeia, deviam ter sua riqueza tomada e dada àqueles cujas vidas elas destruíram, deviam viver em desgraça pelo resto de seus dias, é chocante que não tenham sido processadas e é obsceno e perigoso que ainda ocupem posições de destaque no governo, nas universidades, em empresas e instituições cívicas. Então, nos próximos dois capítulos haverá algumas coisas bem detalhadas, porque quando chegarmos ao fim, quero que seja convincente.

Vamos começar nossa pesquisa sobre o comportamento do setor de bancos de investimento com um processo movido pela empresa de corretagem e gestão de ativos Charles Schwab Inc. O caso oferece um quadro estatístico atipicamente amplo dos títulos que Wall Street produziu, e também ajuda a dar o contexto do comportamento chocante que veremos mais tarde.

A ação Schwab

A Schwab processou os braços de corretagem de doze grandes instituições financeiras. A ação é baseada nas informações fornecidas nos materiais de ofertas de 36

securitizações – títulos lastreados em hipotecas – compradas desses bancos por várias unidades da Schwab entre 2005 e 2007. Os réus são BNP Paribas, Countrywide, Bank of America, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Greenwich Capital, HSBC, Wells Fargo, Morgan Stanley e UBS.

Investidores em títulos lastreados em hipotecas residenciais não têm acesso a fichas de empréstimo isoladas quando fazem a compra; são apresentados a eles apenas resumos de cada hipoteca nas "fitas de empréstimo" que acompanham um prospecto de vendas. Mas quando a Schwab entrou com a ação, analisou os dados resumidos de 75.144 empréstimos incluídos nas securitizações que havia adquirido. Embora não seja uma amostra aleatória, é ampla.[3] No mínimo a amostra é substancialmente acima da média em qualidade, porque a Schwab fazia investimentos conservadores, e entre os réus neste processo não estão Bear Stearns e Merrill Lynch, duas empresas que produziram muito do pior lixo. Como veremos em breve, parte dela era muito pior.

Ainda assim, a análise da Schwab estimou que 45% dos empréstimos violavam as informações fornecidas na venda dos títulos. A Schwab usou quatro testes distintos; a maioria dos empréstimos suspeitos foi reprovada em mais de um deles.

1. Representações de empréstimo por valor. Os prospectos de todos os títulos que a Schwab comprara continham representações detalhadas sobre a relação média entre o empréstimo e o valor do imóvel (LTV, na sigla em inglês) das hipotecas que sustentavam o título. Todos os prospectos, menos um, afirmavam que nenhum empréstimo isolado tinha um LTV superior a 100%. A Schwab testou essas declarações com um modelo amplamente usado no setor, baseado em 500 milhões de vendas de residências e

em códigos de endereçamento que cobrem 99% da população.

Os resultados dos testes da Schwab sugerem que todos os securitizadores subestimaram as proporções de LTV e que todos os títulos incluíam um número substancial de empréstimos com proporção de LTV de mais de 100% – em outras palavras, empréstimos por mais do que o imóvel valia. Em um título composto de 1.597 empréstimos, o modelo estimou que 626 empréstimos estavam sobreavaliados em mais de 5%, com apenas 69 subavaliados na mesma proporção. A média ponderada de LTV do conjunto passou de 73,8% para 90,5%, e o modelo estimou que 196 empréstimos tinham LTV de mais de 100%, embora os documentos afirmassem o contrário. Resultados aproximadamente iguais valeram para todos os outros conjuntos. Um segundo teste foi aplicado a propriedades vendidas depois. Os preços de venda eram consistentemente inferiores aos valores indicados pelos LTVs alegados, em um padrão coerente com o modelo. A Schwab observa que, considerando a alavancagem média dos empréstimos, uma avaliação superior em 10% de LTV implica uma redução de 80% na propriedade declarada.[a]

2. Penhoras declaradas. Todos os materiais de oferta de títulos estipulavam que todas as penhoras de propriedade eram totalmente expostas. Supostamente nenhum empréstimo por hipoteca é concedido sem uma busca de título para identificar alguma penhora que possa ser anterior à do banco. A Schwab fez novas buscas de títulos nas propriedades. Em um conjunto de 2.274 empréstimos, 669 tinham penhoras ocultas que, na média, reduziam o valor declarado da propriedade em 91,5%. Em certos conjuntos, até metade dos empréstimos tinha penhoras ocultas.

3. Situação de ocupação. Casas ocupadas pelo proprietário têm inadimplência e risco de execução menores que segundas casas e propriedades para investimento. Por essa razão, todos os materiais de oferta de títulos tinham declarações da percentagem de empréstimos no título que eram de residências ocupadas pelo proprietário (primárias). A Schwab pesquisou as propriedades relacionadas como residências primárias por indícios de que na verdade não eram, incluindo:

- Proprietário tem endereço fiscal diferente?
- Proprietário não se vale de isenções de impostos por moradia?
- Proprietário tem três ou mais casas?
- Há um intervalo menor que o normal entre pagamento e execução?
- O dono não atualizou endereços pessoais para cobrança seis meses após a contratação?

Usando esses testes em um conjunto de 1.498 empréstimos, nos quais apenas 99 supostamente não eram residências primárias, o total correto foi estimado em 598, com a maioria desses sendo reprovada em mais de um teste. Resultados aproximadamente similares foram encontrados em todos os títulos.

4. Obediência a procedimentos internos. A Schwab reuniu dados sobre atrasos de pagamentos iniciais (EPD, na sigla em inglês) de todos os empréstimos securitizados lançados pelos concessores das hipotecas nesses títulos de 2001 a 2007. Em hipotecas bem subscritas, a proporção de EPD, definida como inadimplência nos seis primeiros meses do empréstimo, deveria ser minúscula. A Schwab investigou se e quando as taxas de EPD mudaram durante a bolha e, caso positivo, se os procedimentos de crédito declarados mudaram ao mesmo tempo.

Nenhum dos emprestadores mudou seus procedimentos de crédito informados durante o período. Apesar disso, *todo* emprestador experimentou um forte crescimento na taxa de EPD em algum momento, uma tendência que persistiu em todos os casos. Mas a data na qual a mudança ocorreu foi diferente para *cada concessor*. Para a Countrywide, por exemplo, o EPD quadruplicou de repente no primeiro trimestre de 2005 e permaneceu em padrões consistentemente altos a partir de então. Todos os outros emprestadores apresentaram aumentos comparáveis de EPD; as datas de início variaram de meados de 2003 a meados de 2007.

Como as mudanças ocorreram em diferentes momentos para cada concessor, era difícil que tivessem sido causadas por condições econômicas gerais. O mais provável era que refletissem uma mudança de política interna; mas essas mudanças políticas nunca se refletiram nos procedimentos de empréstimos informados aos investidores de forma oficial. (Informações de procedimentos de empréstimo normalmente eram detalhadas e específicas.) A interpretação óbvia era que, um após o outro, os concessores decidiram buscar de modo agressivo mercados inferiores para ganhar mais dinheiro, ao mesmo tempo negando fazer isso.

Os bancos, claro, podiam alegar – e de fato alegaram – que foram enganados, assim como a Schwab. Mas em seus prospectos de títulos todos os securitizadores também alegavam subscrever cuidadosamente os empréstimos que compravam dos concessores. As informações que deram eram sobre a qualidade de seus *próprios* processos de crédito, não aqueles dos concessores. E, à diferença de investidores finais como a Schwab, eles tiveram acesso a todos os registros detalhados. Além disso, a maioria deles estava profundamente envolvida com vários grandes emprestadores – eles forneciam o financiamento dos

emprestadores, administravam suas ofertas de títulos e assim por diante.

E por fim, de modo a justificar as informações dadas aos investidores, todos os bancos securitizadores contrataram empresas externas para revisar a qualidade dos empréstimos que compraram. A maior e mais abrangente empresa de revisão era a Clayton Holdings, que examinou 911 mil hipotecas para 23 diferentes bancos de securitização, incluindo todos os maiores, entre janeiro de 2006 e julho de 2007. Em depoimentos e documentos fornecidos à Comissão de Inquérito da Crise Financeira (FCIC, na sigla em inglês), altos executivos da Clayton revelaram que 28% dos empréstimos que examinaram não atendiam sequer às orientações internas dos próprios securitizadores. Apesar disso, 39% de todos os empréstimos que não passavam nos critérios dos securitizadores foram comprados e securitizados de qualquer forma, um fato nunca revelado aos investidores que compravam os títulos finais.[4]

Mas os bancos foram apenas canais passivos descuidados, ou cúmplices ativos? Eles entendiam todas as implicações de seus atos? Para compreender isso, precisamos olhar dentro deles. Isso não foi feito o suficiente, porque o governo federal na verdade não tentou. Não houve processos penais usando poder de intimação em grande escala e testemunhos sob juramento. Tudo o que temos são processos cíveis, nos quais os bancos (e com frequência com sucesso) resistem de maneira feroz a intimações e com frequência conseguem manter os registros lacrados. Mesmo a FCIC criada pelo governo Obama teve poder de intimação muito limitado, e um orçamento minúsculo. Se um dia houver uma investigação séria, não tenho dúvida de que iremos descobrir muito, muito mais do que sabemos hoje.

Mas o que já sabemos é bastante impressionante.

Bear Stearns

O Bear Stearns era um dos bancos mais experientes em hipotecas de Wall Street. Nos três anos entre 2004 e 2006 o Bear securitizou quase um milhão de empréstimos de hipoteca com um valor total de 192 bilhões de dólares – muito dinheiro, mesmo para Wall Street.

O Bear Stearns estava no mercado lastreado em hipotecas havia quase duas décadas, sobretudo securitizando empréstimos de alta qualidade. Mas em 2001 ele criou um novo canal para hipotecas, o EMC Mortgage, para securitizar empréstimos Alt-A. Em 2003 o EMC começou a securitizar empréstimos subprime, renda declarada e "sem docs", depois, em 2005, empréstimos de segunda penhora, do tipo que até mesmo Angelo Mozilo chamou de o "mais tóxico" que havia visto em toda a sua carreira.

O Bear Stearns nos oferece um vislumbre horrendo do banco de investimento elegante transformado em linha de montagem de esquemas, usando uma sequência de estratégias para arrancar dinheiro da bolha de todas as formas possíveis. Sabemos disso por causa de uma ação movida pela Ambac Financial Group, seguradora de títulos agora falida. A ação da Ambac contra o Bear Stearns e seu sucessor, o JPMorgan Chase, é um dos poucos casos em que o queixoso conseguiu obter documentos internos, e-mails e fichas de empréstimos dos réus para usar como prova.[5]

A história do processo revela a estratégia dos bancos e sua oposição feroz a qualquer tentativa de lançar luzes sobre seu comportamento. A Ambac entrou com o processo em novembro de 2008, e no momento em que este livro era escrito – fevereiro de 2012 – o caso ainda não havia ido a julgamento. O Bear Stearns e seu novo dono, o JPMorgan Chase, usaram uma longa sequência de chicanas jurídicas para atrasar o caso. Também tentaram impedir a Ambac de

intimar registros e usar testemunhas, mas acabaram perdendo. Ainda estão tentando adiar o julgamento, presumivelmente na esperança de que o administrador da massa falida da Ambac acabe desistindo ou fique sem dinheiro para continuar no caso.

Claro que o que se segue é um relato faccioso baseado em material reunido pelos advogados da Ambac. Durante a bolha a Ambac e as outras grandes seguradoras (MBIA e AIG) também não eram anjos; seus antigos executivos e seu pessoal de vendas (desaparecidos há muito) tinham os mesmos incentivos daninhos e destruíram suas empresas, assim como todo mundo. Mas agora um administrador independente da massa falida nomeado pelos tribunais está tentando recuperar o máximo possível. O processo da Ambac é parte de uma gigantesca briga suja pós-crise na qual dezenas de empresas estão tentando recuperar dinheiro, muitas vezes ao mesmo tempo que são processadas por seu próprio comportamento altamente antiético. E a resposta do JPMorgan ao processo da Ambac, quando estiver disponível, poderá mostrar sob uma nova luz algumas das citações abaixo. Mas a precisão das citações não foi questionada, e elas formam uma leitura interessante.

A Ambac entrou com um processo para recuperar perdas de pagamentos feitos para securitizações fracassadas do Bear Stearns; a Ambac alega que só concordou em segurá-las por causa de informações totalmente erradas fornecidas pelo Bear Stearns. Muitos dos empréstimos nas securitizações vinham de uma empresa maravilhosa chamada American Home Mortgage Inc. (AHM), agora também falida. Podemos ter uma ideia da abordagem entusiástica da AHM para o empréstimo residencial na descrição oficial de seus programas de empréstimo “Choice”:

> Oferecendo financiamento para mutuários com problemas de crédito mais sérios, estes programas fornecem soluções para múltiplos atrasos de hipoteca, falências recentes ou execuções de hipoteca, pouco ou nenhum crédito tradicional e índices Fico até 500. Estes programas também oferecem 100% de financiamento para todos os tipos de documentos a mutuários que não atendem aos critérios de crédito para os programas Choice padrão.[6]

Agora, o Bear Stearns. Seu programa de securitização de hipotecas era comandado por quatro executivos: Mary Haggerty e Baron Silverstein, diretores de Financiamento de Hipotecas, e Jeffrey Verschleiser e Michael Nierenberg, diretores de Comercialização de Hipotecas. Haggerty e Silverstein subscreviam as hipotecas dos concessores e as empurravam para venda. Verschleiser e Nierenberg compravam e vendiam empréstimos da carteira do Bear Stearns e também construíam as securitizações. Essas pessoas decididamente *não* eram funcionários obscuros cujas maquinações passavam despercebidas pela administração. Todos os quatro eram altos diretores administrativos – em todo o Bear Stearns, uma empresa de 14 mil funcionários, apenas 98 pessoas tinham esse nível. Eles deveriam receber milhões de dólares por ano.

A primeira coisa que eles faziam, claro, era simplesmente embalar e vender um monte de lixo (escondendo esse fato). O registro mostra que a inadimplência nos empréstimos já estava aumentando bastante no começo de 2005. John Mongelluzzo, o gerente de investigações de Financiamento de Hipotecas, portanto abaixo de Haggerty e Silverstein, estava pressionando por padrões mais rígidos e revisões mais atentas de subscrição. A resposta às suas ações indica a futilidade de ser ético nos bancos de investimento americanos durante a bolha. Em vez de padrões mais rígidos, em fevereiro de 2005 Mary Haggerty ordenou uma *redução* das investigações “de modo a nos deixar mais competitivos em ofertas com vendedores de subprime maiores”. Ela reduziu o tamanho das amostras de empréstimos usados para testar

conformidade aos padrões e, mais importante, transferiu as diligências para depois que o Bear havia comprado os empréstimos, em geral depois que os empréstimos haviam sido agrupados em títulos.[7]

Essa alteração dos procedimentos foi feita quase em segredo. Um ano depois, em março de 2006, um gerente de revenda escreveu que "até ontem não tínhamos ideia de que havia uma diligência pós-fechamento acontecendo". Empréstimos "não estavam adequadamente indicados e securitizamos muitos deles que até esta data não foram liberados". Em outras palavras, empréstimos estavam saindo sem nenhuma verificação.[8]

Mais tarde naquela primavera Mongelluzzo escreveu a Silverstein: "Eu desencorajaria fortemente fazer pós-fechamento [a diligência] para qualquer negócio com a AHM. Você acabará com muitas recompras" – uma "recompra" era recomprar uma securitização vendida, que era sempre cara. O conselho foi ignorado. Dois pacotes de 1.600 empréstimos foram comprados da AHM e rapidamente securitizados. Uma revisão no ano seguinte mostrou que 60% estavam atrasados e 13% já eram inadimplentes.[9]

Ao mesmo tempo, Verschleiser pressionava muito por mais volume. Uma das gerentes de revenda mandou um e-mail para sua equipe:

> Eu me recuso a receber mais e-mails de [Verschleiser] ... questionando por que não estamos financiando mais empréstimos todo dia. Considero cada um de vocês responsável por garantir que financiemos pelo menos 500 todo dia ... Se temos 500+ empréstimos neste escritório temos de descobrir como subscrevê-los e comprá-los. ... Eu não fiquei contente ao ver os números de financiamento, e sabia que NY NÃO FICARIA CONTENTE.

Mais tarde naquele ano a mesma executiva enviou e-mail à sua equipe: "Não entendo como, com hora extra no fim de semana, não compramos mais empréstimos. ... Nosso financiamento precisa ser de 2 bilhões de dólares este mês.

... Espero ver todos os funcionários fazendo hora extra esta semana para garantir que cheguemos à meta."[10]

Um primeiro alerta de qualidade declinante foi um aumento em 2005 em EPD, que o Bear Stearns definia como falta de pagamento nos primeiros noventa dias. A política do Bear Stearns antes havia sido de segurar empréstimos comprados em estoque por noventa dias antes de securitizá-los, de modo a garantir sua qualidade. Mas em 2005 a equipe decidiu reduzir esse período para que os empréstimos pudessem ser transformados em títulos antes que houvesse EPD. Verschleiser disse à unidade que queria todos "os empréstimos subprime fechados em dezembro", para que estivessem em securitizações em janeiro – de fato, com um mês da compra. Ele confirmou essa política em meados de 2006, lembrando à equipe de "ter certeza de que securitizamos os empréstimos com um mês epd antes que termine o período epd". Mais tarde ele exigiu saber por que empréstimos específicos que haviam passado por atrasos precoces "foram retirados de negócios e não securitizados antes que terminasse o período de epd".[11]

A consequência previsível foi uma avalanche de EPDs em empréstimos securitizados. O Bear Stearns assegurou a seus investidores que eles iriam policiar EPDs com diligência, porque normalmente indicavam um empréstimo com graves defeitos. Em suas declarações à Ambac o Bear Stearns promovera seu acompanhamento agressivo para trabalhar em prol dos investidores se um empréstimo securitizado tivesse problemas logo após o fechamento de um negócio de securitização. O protocolo habitual era recomprar o empréstimo ruim do investidor e obrigar o concessor a substituí-lo por um bom ou devolver o dinheiro.

Mas não é possível impedir um bom banqueiro de investimentos de inovar, e em 2006 o Bear Stearns apareceu com outra ideia brilhante, dando início a uma segunda fraude. Sempre que o Bear Stearns tinha

conhecimento de uma inadimplência em empréstimo, em vez de recomprar o empréstimo com problemas, fazia um acerto em dinheiro com desconto com o concessor, sem informar aos investidores sobre a inadimplência ou o acordo em dinheiro. Então o Bear Stearns ficava com o dinheiro do acordo, deixando que os investidores descobrissem a inadimplência mais tarde, o que provavelmente só ocorreria depois que a opção contratual dos investidores de devolver o empréstimo tivesse expirado. Quando uma gerente do Bear Stearns perguntou especificamente à sua chefe se a política era fazer acordos com os emprestadores sem verificar violações dos termos e garantias que o Bear Stearns dera aos seus investidores, ela confirmou que era.[12]

No início o Bear Stearns foi soterrado pela avalanche da inadimplência nos empréstimos, mas logo criou um sistema para processá-los com eficiência, gerando 1,25 bilhão de dólares em acordos. O Bear Stearns ficou com tudo isso, e mais tarde os investidores descobriram que eram donos de títulos lastreados por milhares de empréstimos que o Bear Stearns oficialmente relacionara como inadimplentes. Todo o processo de EPD e os ganhos dos acordos foram relatados em detalhes aos mais altos administradores da empresa, de modo que eles tinham plena consciência de que acordos de investimento estavam sendo desprezados e quão ruins eram os empréstimos de sustentação. Tanto o auditor do Bear Stearns quanto o advogado insistiram no fim dos acordos em separado, embora aparentemente eles tenham continuado por mais alguns meses após a determinação.[13]

Reforçando que os administradores do Bear Stearns entendiam bem o que estavam vendendo, o gerente de negócios de uma securitização em agosto de 2006 chamou o negócio de “respiradouro de merda” e “saco de merda”. Em depoimento ele disse que via essas frases como “um termo carinhoso”.[14]

Todos os bancos de investimento tentaram manter uma aparência de decência por uma combinação de motivos legais e comerciais. Então, como todos eles, o Bear Stearns não ignorou totalmente a investigação dos empréstimos que comprava, e como de hábito havia contratado empresas externas de revisão. Mas e-mails internos do Bear Stearns debochavam da baixa qualidade das revisões, e administradores barravam propostas de revisões mais firmes. A presidente de uma das empresas de revisão disse em depoimento que em uma revisão em 2006, até 65% de suas recomendações de rejeição foram ignoradas. Outra revisora disse que cerca de "75% dos empréstimos que deveriam ter sido rejeitados foram incluídos no pacote e vendidos".[15]

Em 2006 o Bear Stearns contratou uma terceira empresa externa para verificar uma amostra de empréstimos que já haviam sido securitizados. A revisão estava sujeita a limites rígidos: não contar violações de ocupação (isto é, uma residência declarada como primária não ocupada pelo proprietário); não poderia haver verificação de emprego; nada de verificações de relatório de crédito; e nada de revisão de avaliações. Mesmo com todas essas restrições, descobriu-se que 42,9% dos empréstimos da amostra violavam as condições de securitização. O Bear Stearns não notificou os investidores sobre essas descobertas.[16]

Em meados de 2007 o iminente colapso da bolha imobiliária subprime estava ficando claro. Isso deu início à terceira fase da estratégia da unidade de hipotecas. Em vez de alertar clientes e investidores, a unidade começou a limpar seu estoque em ritmo acelerado – "uma queima de estoque", como um administrador a chamou. Uma regra contra securitizar empréstimos de emprestadores suspensos ou fechados foi sumariamente abandonada, sem que isso fosse revelado. Verschleiser reclamou de uma cesta

de empréstimos de 73 milhões de dólares, dos quais três quartos não atendiam as orientações de securitização. Ele não conseguia entender “por que essas posições não foram securitizadas ... por que ficaram de fora de negócios e não foram securitizadas antes do período de epd”. E outro corretor sênior exigiu saber “por que estamos tendo perdas em empréstimos com penhora de 2005 quando eles podiam ter sido securitizados?????”.[17]

No final de 2007 administradores da Ambac tomaram conhecimento do número crescente de empréstimos com inadimplência que haviam segurado e solicitaram o envio de fichas de empréstimo detalhadas. Sem contar à Ambac, o Bear Stearns contratou um de seus revisores de crédito externos para dar uma olhada nos empréstimos. A revisão descobriu que 56% do material tinham violações. O Bear Stearns não partilhou essa informação com a Ambac.[18]

Veio então a quarta fase da estratégia de hipotecas do Bear Stearns – praticada em muito maior escala por outros, como veremos. Verschleiser se deu conta de que à medida que a bolha terminava, a avalanche resultante de inadimplência em empréstimos teria um efeito catastrófico sobre a Ambac, sua seguradora. Longe de ser um desastre, isso era uma enorme oportunidade. Verschleiser se deu conta de que poderia ganhar uma fortuna – *apostando na quebra da Ambac vendendo suas ações*. Como ele lembrou em sua avaliação pessoal de 2007:

> [No] final de outubro, fazendo uma apresentação sobre nossos negócios para o comitê de risco, eu disse que alguns garantidores financeiros estavam vulneráveis a possíveis depreciações nos mercados de CDO e MDS e deveríamos ficar vendidos em um múltiplo de 10 das opções que tínhamos. ... Em menos de três semanas ganhamos aproximadamente 55 milhões só nessas duas operações.[19]

O Bear Stearns aceitou a recomendação dele, e em 2008 Verschleiser estava discutindo com outros operadores a exposição de outros bancos à Ambac, de modo que o Bear Stearns podia lucrar com seus empréstimos ruins indo e

vindo. De fato, quanto piores os empréstimos, mais dinheiro o Bear Stearns ganhava. Em meados de 2007 a ação do Bear Stearns chegou ao teto de 159 dólares, recorde de todos os tempos.

Mas tudo que é bom dura pouco. Em 16 de março de 2008 o Bear Stearns estava à beira da falência e seu conselho concordou em vender a empresa para o JPMorgan Chase por dois dólares a ação (depois revisados para dez dólares, após protestos de acionistas).

Mas se esses caras eram tão bons em ser dissimulados, por que o Bear Stearns quebrou? Em um plano a resposta é simples: o Bear Stearns ficou sem dinheiro. É muito difícil prever com precisão o fim de uma bolha, ou o momento exato em que cada um dos vários participantes do mercado – bancos, agências de classificação, investidores, seguradoras, executivos – irá percebê-lo. Então o Bear Stearns foi apanhado com muito lixo – empréstimos ruins, pedaços de securitizações, ações e títulos de outras instituições que também estavam sendo dizimadas pela crise – e não conseguiu se livrar dele rápido o bastante, por preços altos o suficiente, pois todos o os outros estavam acordando (e escorrendo pelo ralo) ao mesmo tempo. Além disso, como todos os bancos de investimento, o Bear Stearns estava por demais alavancado, dependente de quantidades enormes de empréstimos de prazos perigosamente curtos tanto de fundos de curto prazo como de grandes bancos. Esse financiamento precisava ser renovado a cada semana ou mesmo todo dia. Quando as fontes do financiamento perceberam problemas, pararam de emprestar, e o Bear Stearns ficou sem dinheiro muito rápido.

Mas *por que* a empresa estava exposta de modo tão perigoso? Conhecendo os riscos, sabendo que uma bolha enorme inevitavelmente chegaria ao fim, por que a empresa continuou a comprar e segurar tanto lixo, e por

que confiou tanto em um volume tão enorme de financiamento de curto prazo? Bem, os operadores que exploravam e lucravam diretamente com a bolha não tinham muito incentivo para acabar com ela ou alertar alguém. Desde que pudessem vender lixo, ganhavam dinheiro. Quando começou a dar errado, muitas delas ganharam dinheiro até mesmo apostando contra – apostando contra títulos específicos, contra índices de títulos lastreados em hipotecas e contra firmas que provavelmente quebrariam na queda. E enquanto elas partilhassem os ganhos, todas as perdas seriam problema de outra pessoa.

Mas essa lógica se aplica principalmente aos que ganhavam mais diretamente com bônus anuais em dinheiro e podiam passar para outras empresas. E quanto à alta administração e os conselhos de administração, não apenas do Bear Stearns, mas de outros que quebraram – Lehman, Merrill Lynch, AIG, Citigroup e mesmo os emprestadores (WaMu, Wachovia, Countrywide etc.)? No caso de quebra os CEOs e os conselhos dessas empresas sem dúvida perderiam empregos e riqueza não facilmente substituível. A resposta a essa pergunta revela muito, e falaremos dela em breve. Por ora, vamos continuar nossa excursão pelo comportamento de Wall Street.

Sabemos mais sobre o Bear Stearns que sobre a maioria dos outros bancos por causa da falta de investigação federal e porque as ações cíveis estão sendo postergadas. Mas há material disponível sobre outros emprestadores suficiente para confirmar que o mau comportamento era generalizado. Eis alguns exemplos.

Goldman Sachs e GSAMP

O Goldman Sachs é o outro grande banco para o qual há substanciais registros internos, graças aos documentos obtidos pelo Subcomitê Permanente de Investigações do Senado. As partes mais interessantes do comportamento do Goldman são avaliadas no capítulo seguinte, pois dizem respeito ao que aconteceu depois que a bolha estourou. Por enquanto, darei apenas um exemplo para mostrar que o Goldman criou lixo como todos os outros.

Na edição de 15 de outubro de 2007 da revista *Fortune*, Allan Sloan publicou seu soberbo artigo "House of Junk", sobre uma série de títulos, os GSAMP Trust 2006-S-3, totalizando 494 milhões dos 44,5 bilhões de dólares em títulos lastreados em hipotecas que o Goldman Sachs vendeu em 2006. Os GSAMPs foram lançados em abril de 2006 (durante os últimos meses de Hank Paulson como CEO antes de se tornar secretário do Tesouro), tendo sido criados a partir de segundas hipotecas concedidas por alguns dos piores emprestadores de subprime, incluindo a Fremont e a Long Beach. Como eram todas elas segundas hipotecas, o emprestador não podia executar no caso de inadimplência. A razão média empréstimo-valor do conjunto era de 99,29%, significando que os mutuários tinham fundamentalmente zero propriedade das casas, e 58% dos empréstimos tinham pouca ou nenhuma documentação. A despeito disso, 93% dos títulos receberam grau de investimento e 8% foram classificados como AAA, o mais alto possível, pela Moody's e a Standard & Poor's, as duas maiores agências de classificação. Mas em outubro de 2007, 18% dos empréstimos já estavam inadimplentes, e todos os títulos haviam sido rebaixados de modo pesado.[20]

Então, era lixo. Mas eles *sabiam* que era lixo? Certamente sabiam; eles começaram a apostar contra eles no final de 2006, e no final de 2007 já estavam tendo lucros líquidos em suas apostas contra títulos de hipotecas. Vamos retornar ao Goldman Sachs depois ao discutir como o setor

financeiro lidou com o fim da bolha, a crise e o ambiente pós-crise. É interessante, e não foi divulgado o suficiente.

Morgan Stanley

O Morgan Stanley era um dos maiores securitizadores globais. Apenas no primeiro trimestre de 2007 o MS criou 44 bilhões de dólares de títulos estruturados lastreados em hipotecas e outros ativos. Um pequeno negócio com um investidor institucional nada sofisticado, o fundo de pensão dos funcionários públicos das Ilhas Virgens, é um bom exemplo da ética bancária no século XXI.[21]

O título em questão era uma coisa particularmente tóxica chamada CDO sintético. Um CDO sintético é uma espécie de CDO virtual, de imitação, que não é lastreado por empréstimos ou dívidas reais, mas fundamentalmente por uma coletânea de apostas paralelas em outros títulos, construídas para rastrear seu desempenho. Como qualquer aposta, ela depende de duas partes – alguém apostando que os títulos darão certo, e outro alguém apostando que não.

O CDO sintético em questão aqui, Libertas, tinha como referência, ou fazia apostas paralelas em, cerca de 1,2 bilhão principalmente em títulos lastreados em hipotecas, uma grande parcela delas concedidas por New Century, WMC e Option One, todos eles famosos maus emprestadores de subprime. O fundo de pensão das Ilhas Virgens comprou 82 milhões de dólares em notas classificadas AAA que faziam parte do Libertas. O negócio foi fechado no final de março de 2007, e antes que o ano terminasse os títulos não valiam quase nada. Mas a coisa fica ainda melhor.

No negócio o Morgan Stanley possuía toda a posição vendida – em outras palavras, as pessoas que criaram e

venderam esses títulos apostavam que eles iriam fracassar. Então elas de fato se saíram muito bem quando os títulos do fundo de pensão ficaram inadimplentes, o que aconteceu em poucos meses. Como o Morgan Stanley possuía a posição vendida, ficou com todo o principal de 82 milhões de dólares do investimento do fundo de pensão das Ilhas Virgens. Um belo trabalho. Você vende algo, recebe a comissão de vendas e depois fica com todo o investimento do cliente quando o título cai.

Isso não se discute. Mas, de forma chocante, não é ilegal em si criar e vender um título com a intenção de lucrar com seu fracasso – um estado de coisas que o setor de bancos de investimento não tem qualquer intenção de divulgar, muito menos mudar. Então a questão no processo das Ilhas Virgens é se o Morgan Stanley intencionalmente enganou sobre a qualidade dos títulos. Eis o lado da história do fundo de pensão.

O Morgan Stanley era, havia muito, o maior emprestador "no atacado" da New Century, fornecendo recursos para que esta montasse empréstimos para securitização. Como tal, monitorava cuidadosamente as condições do emprestador. Vimos no capítulo anterior que à medida que a bolha chegava ao fim e surgiam problemas contábeis, a New Century logo se encaminhou para a falência.

O Morgan Stanley revelou no prospecto do Libertas que a New Century havia sido acusada de violações de compra e venda e contábeis, mas *não* mencionou as crescentes acusações de violações de garantias. Também mencionou que "vários relatórios publicados especularam que [a New Century] pediria concordata ou seria liquidada". Ainda assim, como todos os securitizadores, alegou que havia inspecionado os empréstimos e eles atendiam aos parâmetros de qualidade.[22]

Mas o Morgan Stanley sabia muito mais do que havia revelado. Ele participara de uma teleconferência em 6 de

março com a New Century e seus credores. Depois da conferência o Citigroup decidira usar suas garantias de inadimplência contra a New Century. Cerca de uma semana após o fechamento do negócio Libertas, o Morgan Stanley tomou 2,5 bilhões em ativos da New Century, que declarou falência pouco depois. O perito da falência escreveu posteriormente: "[A] natureza cada vez mais arriscada dos empréstimos da New Century criou uma bomba-relógio que detonou em 2007."[23]

A questão no processo cível é se o Morgan Stanley deliberadamente omitiu informações materiais. Mas isso era comum para eles. Assim como os empréstimos de todos os outros securitizadores, os do Morgan Stanley haviam sido examinados por Clayton Holdings, que, como de hábito, descobriu que muitos violavam até mesmo os parâmetros internos do Morgan Stanley, e que muitos empréstimos com problemas ainda assim foram securitizados.

Em junho de 2010 o Morgan Stanley concordou em pagar 102 milhões de dólares para encerrar um processo iniciado pelo procurador-geral de Massachusetts. Embora não admitindo malfeitorias, o Morgan Stanley produziu uma "Garantia de Interrupção", especificando uma longa lista de atos impróprios e citando uma longa relação de más práticas passadas.

Pelo acordo, quando o Morgan Stanley se viu diante da escolha de sustentar seus padrões de crédito e continuar a financiar os empréstimos da New Century, escolheu abandonar os padrões. O Morgan Stanley começou a aceitar empréstimos que não atendiam à lei de "interesse maior" de Massachusetts, e progressivamente eliminou o restante de suas regras internas de qualidade. Mesmo após declarar a New Century inadimplente, o Morgan Stanley continuou a fornecer financiamento para suas hipotecas – desde que o dinheiro fosse transferido a cada negócio para

contas de liquidação com disponibilidade apenas após a execução da hipoteca.[24]

E quanto à Option One? Eles eram a subsidiária da H&R Block, um dos “piores dos piores” emprestadores subprime. Na primeira metade de 2007 as taxas de atraso nos empréstimos da Option One que eram usados na Libertas eram mais que o dobro das taxas de inadimplência anteriores da empresa mesmo *antes* de o negócio ser fechado. Aparentemente o Morgan Stanley não partilhou essa informação com os investidores.[25]

Durante a bolha o Morgan Stanley teve lucros recorde, como todos. Quanto à crise, bem, ele sobreviveu, apesar de ter chegado perto do colapso em 2008. Mas teria se saído muito melhor não fosse por um homem, Howie Hubler, um corretor sênior cujas apostas equivocadas no mercado de hipotecas custaram ao Morgan Stanley 9 bilhões de dólares.

Mas a *natureza* das apostas do sr. Hubler é muito mais reveladora do que o tamanho da perda, em especial quando comparada com o resto do comportamento do Morgan Stanley. O sr. Hubler não perdeu dinheiro por inocentemente acreditar que títulos de hipotecas eram coisas boas. Exatamente o oposto.

Como as pessoas no Bear Stearns, o sr. Hubler não era um corretor escroque obscuro. Ele comandava um grupo de cinquenta pessoas, e suas decisões eram revisadas pela alta administração. No final de 2004 o sr. Hubler se deu conta de que o mercado imobiliário era uma enorme bolha, que iria explodir, e que quando isso acontecesse milhares de títulos lastreados em hipotecas subprime medonhas quebrariam. O sr. Hubler conversou sobre isso com a administração, que concordou com ele.

O Morgan Stanley então alertou seus clientes? Não. Parou de vender dezenas de bilhões de dólares em títulos vagabundos lastreados em hipotecas subprime? Não.

Reforçou seus parâmetros de empréstimo? Não – de fato, como acabamos de ver, ele os enfraqueceu. Ele alertou o governo? Não. Parou de financiar os piores emprestadores de subprime? Não.

O que o Morgan Stanley *fez* foi autorizar Howie Hubler a começar a apostar em grande volume *contra* títulos lastreados em hipotecas subprime. Usando credit default swaps – já chegaremos a isso –, ele fez apostas enormes de que títulos de hipoteca de qualidade muito inferior, mas ainda assim muito bem cotados, iriam cair.[26]

Mas houve um problema. A bolha durou mais do que qualquer um no Morgan Stanley previra. E enquanto 2004 se transformava em 2005 e depois em 2006, sustentar as apostas do sr. Hubler se tornou caro. Mas o sr. Hubler estava absolutamente certo de que a bolha acabaria explodindo, e queria acima de tudo sustentar suas apostas contra aqueles títulos lastreados em hipotecas subprime realmente medonhas.

E assim, com o conhecimento e a aprovação do Morgan Stanley, Howie cometeu um enorme erro. De modo a pagar por suas apostas *contra* os títulos de hipotecas de qualidade mais baixa, ele começou a fazer seguros *para* outros títulos de hipotecas supostamente de melhor qualidade – títulos que o sr. Hubler achou que só ficariam inadimplentes muito depois daqueles realmente medonhos. Mas o seguro desses títulos de melhor qualidade era muito mais barato, então, de modo a vender seguros suficientes (para obter renda suficiente nos prêmios) para financiar suas apostas contra os títulos obviamente vagabundos, ele precisava segurar *muitos* deles.

Isso funcionou durante algum tempo, e no primeiro trimestre de 2007 o Morgan Stanley ganhou 1 bilhão de dólares com a estratégia de Hubler. Mas quando a merda foi jogada no ventilador, os títulos de qualidade supostamente mais alta também caíram rapidamente.

Assim como o Morgan Stanley havia subestimado o volume e a duração da bolha, também subestimara a gravidade da quebra. Política interna e/ou sexismo provavelmente também interferiram: um artigo publicado na revista *New York* em abril de 2008 descreveu lutas pelo poder e sexismo institucional envolvendo Hubler, outros corretores, John Mack (o CEO) e Zoe Cruz, a executiva de mais alta posição do Morgan Stanley. Cruz não era santa; também endossara a ideia de apostar em segredo contra o mercado subprime. Mas Cruz, a quem Hubler se reportava, ao que parece ficou alarmada com os possíveis riscos da estratégia de Hubler.

Contudo, ao que parece Hubler a ignorou. E assim Howie perdeu 9 bilhões de dólares para o Morgan Stanley. Claro que ele manteve seus bônus anteriores – dezenas de milhões de dólares. Foi obrigado a pedir demissão, mas não foi oficialmente demitido, portanto também recebeu sua remuneração bloqueada.

Com maravilhosa ironia, durante a crise em 2008, o CEO do Morgan Stanley fez uma campanha pública raivosa contra um grupo que, disse, representava um perigo para a estabilidade financeira e uma ameaça à sociedade. Após uma renhida batalha pública, o Morgan Stanley persuadiu a SEC a restringir as atividades desse grupo. Quem eram essas pessoas malvadas, e qual era essa atividade perigosa que precisava de controle?

Vendedores a descoberto, claro – pessoas apostando contra as ações do Morgan Stanley e que, portanto, tinham incentivo para que a empresa quebrasse. No final de 2008, Laura Tyson, membro do conselho de administração do Morgan Stanley que eu conheço há 25 anos, me disse com expressão impassível, naquela que provavelmente foi minha última conversa com esta ex-amiga, que os fundos de hedge estavam conspirando contra o Morgan Stanley vendendo ações a descoberto e espalhando boatos maldosos, bem como retirando seu dinheiro de modo a enfraquecer a

empresa. Laura também me disse que ela e Stephen Roach, economista-chefe do Morgan Stanley durante a bolha, haviam alertado a alta administração de que a bolha poderia explodir. Quando perguntei a ela se o sistema de bônus havia contribuído para a crise, ela negou e me disse que aqueles que haviam causado as perdas do Morgan Stanley também haviam sofrido muito. “Essas pessoas foram *esmagadas”*, disse ela. “Perderam *tudo*.”

Laura não me contou que sua empresa estivera construindo e vendendo títulos com o objetivo de lucrar com a quebra deles, nem que as perdas do Morgan Stanley em 2008 haviam sido causadas sobretudo por um erro tático na implantação de uma enorme aposta contra a bolha que ajudara a criar – uma estratégia que fornecera um enorme incentivo para não alertar os clientes, o governo ou o público sobre a crise iminente. Ela sabia disso? Não sei, embora durante a bolha ela tenha estado em contato frequente com Zoe Cruz e a alta administração do Morgan Stanley.

No começo de 2009 eu também conversei com Stephen Roach, que também conhecia (superficialmente) havia algum tempo. É preciso reconhecer que o sr. Roach alertara publicamente sobre o volume de dívida insustentável dos Estados Unidos, e para uma recessão à vista. Mas ele teve o cuidado de nunca culpar sua empresa ou o setor; o culpado era Alan Greenspan, por manter as taxas de juros baixas demais. Quando perguntei ao sr. Roach se a estrutura de remuneração do setor financeiro contribuíra para a bolha, ele disse que não e argumentou que controlar a remuneração seria uma má ideia. Também não mencionou a aposta do Morgan Stanley contra o mercado de hipotecas. Considerando que isso custou 9 bilhões ao seu empregador, acho difícil acreditar que ele não soubesse.

O resto deles

As evidências sugerem que o Citigroup se comportou de forma tão antiética quanto o Morgan Stanley e o Bear Stearns. Mas eles não foram tão espertos, ou pelo menos a alta administração não foi, de modo que quando a música terminou, ficaram sem cadeira.

Embora antes o Citigroup tivesse aplicado parâmetros de crédito bastante rígidos, quando a bolha cresceu eles prenderam a respiração e aceitaram qualquer coisa que os emprestadores mandassem. Em meados de 2006, Richard Bowen, recém-promovido a subscritor-chefe da divisão de consumidores do Citigroup, ficou muito alarmado. Ele descobriu que 60% dos empréstimos que o Citigroup estava comprando dos emprestadores não atendiam a seus próprios parâmetros internos. Alertou todos à sua volta, incluindo a alta administração. Mas não apenas nada foi feito, como as coisas pioraram. Em 2007 ele disse: "hipotecas com problemas ... [eram] mais de 80% da produção."[27] Testemunhou na FCIC que ele e outros funcionários de crédito repetidamente se queixaram aos altos executivos do banco. Em outubro de 2007 Bowen escreveu um e-mail muito explícito identificado como "URGENTE – LER IMEDIATAMENTE", sobre a falha e a violação dos controles internos do Citigroup e suas possíveis consequências financeiras. Bowen enviou esse e-mail para quatro altos executivos, incluindo o CFO do Citigroup e também Robert Rubin, o ex-secretário do Tesouro que era vice-presidente do conselho e presidente do comitê executivo do conselho. Como resultado Bowen foi rebaixado e seu grupo de 220 pessoas transferido, o que o deixou com apenas dois funcionários.

Durante a bolha o Citigroup comprou e revendeu um volume enorme de hipotecas, e também criou e vendeu um volume enorme de títulos de hipoteca tóxicos. Vendeu

muitos deles para as vítimas de sempre, entre elas a Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Housing Administration. Mas também ficou com muitos deles, embora fingisse não ter feito isso. Como os outros securitizadores, o Citigroup se valeu de contabilidade altamente enganosa. Neste caso, usou uma lacuna das regras de contabilidade para veículos de investimento estruturados (SIVs, na sigla em inglês). Na verdade não era de modo algum uma lacuna, no sentido de ser uma falha inicialmente involuntária depois usada para objetivos não imaginados. Na verdade era uma possibilidade pela qual os bancos haviam feito um grande lobby específico (e vitorioso).

Ao colocar seus títulos de hipoteca tóxicos em SIVs, o Citigroup podia recolher os lucros e fingir temporariamente que os títulos não estavam em seu próprio balanço – ou seja, até que os títulos dessem prejuízo, quando se tornou necessário que o Citigroup pagasse. Enquanto isso, claro, muitas pessoas receberam grandes bônus, incluindo a alta administração do Citigroup. No final, o Citigroup tinha propriedade ou responsabilidade por mais de 50 bilhões de dólares nessas coisas, motivo pelo qual teve de ser resgatado pelo governo federal. Mais tarde a unidade de CDO do Citigroup começou a apostar contra a bolha criando CDOs sintéticos que podia desonestamente vender aos tolos, dessa forma lucrando ao ficar com o lado descoberto da aposta. Um desses CDOs sintéticos resultou em uma ação cível de fraude movida pela SEC.[28] Mas os lucros até então obtidos foram engolidos pelas perdas nos ativos do Citigroup e as obrigações que tinha com seus SIVs.

O CEO do Citigroup durante a bolha, Chuck Prince, foi obrigado a pedir demissão no final de 2007, sendo substituído por Vikram Pandit, que ainda ocupava o cargo em 2012. Rubin pediu demissão em janeiro de 2009, expulso quando o Citigroup se tornou muito dependente de

fundos de resgate federais, que deram ao governo 30% de participação.

O UBS é um dos três grandes bancos da Suíça, e um dos maiores do mundo. Foi ao mesmo tempo criminoso e vítima – algumas partes do UBS compraram quantidades enormes de títulos de hipotecas e perderam bilhões com eles, enquanto outras os criaram e venderam para vítimas ingênuas. Em 2001 – bem cedo – o UBS criou um CDO híbrido (parte real, parte sintético) chamado North Street 4. O UBS o vendeu para um pequeno banco alemão, o HSH Nordbank.

O processo do banco contra o UBS alega que, ao contrário das informações, o UBS e uma aquisição posterior, o Dillon Read Capital Management (um pequeno banco de investimento americano), posteriormente usaram a estrutura para se livrar de ativos de desempenho ruim de seus registros contábeis internos. O último investimento feito em benefício aos investidores foi do Dillon Read em fevereiro de 2007. Esse investimento deveria ter uma expectativa de alta em um índice de CDOs de hipoteca subprime (isto é, uma aposta de que teria um bom desempenho), de modo que o Dillon Read pudesse assumir a posição contrária, apostando *contra* ele. Na data da entrada da ação judicial o HSH havia perdido metade do seu investimento.[29] Essencialmente a mesma acusação de padrão de comportamento similar foi feita contra todos os outros grandes securitizadores – Merrill Lynch, Deutsche Bank, Credit Suisse, Lehman. Todos venderam títulos lastreados em hipotecas residenciais de alto risco fornecidas pelo mesmo universo de emprestadores subprime. Todos tinham as mesmas práticas de remuneração.

E todos os casos contra as grandes empresas de Wall Street que encontramos nesta narrativa se resumem à proposição simples de que nenhum securitizador

competente poderia ter financiado os concessores de empréstimos, comprado dezenas ou centenas de milhares de hipotecas deles, estruturado e vendido os títulos e feito apresentações e dado garantias sofisticadas em seu material de venda sem jamais ter tido noção da natureza tóxica dos instrumentos que estavam vendendo.

Em muitos casos temos evidências adicionais de que eles começaram a apostar contra o mercado, e algumas vezes contra seus próprios títulos, ao mesmo tempo que continuavam a dizer aos clientes para comprar. Com a bolha já avançada, corretores do Merrill Lynch, por exemplo, chegaram ao ponto de criar uma nova unidade dentro do Merrill para comprar títulos em que o mercado real não queria encostar. Como isso obviamente era um jogo perdido, os corretores dividiram seus bônus com o grupo de compradores falso. Na verdade os corretores estavam financiando bônus subornando seus colegas corretores, e todos eles enganavam os acionistas da empresa.

Mas havia dois outros grandes grupos de jogadores que eram fundamentais para a farsa – as agências de classificação e as seguradoras.

As agências de classificação

O negócio de classificar títulos de dívida era e continua a ser um oligopólio, um quase cartel de três empresas – Moody's (a maior), Standard & Poor's (S&P) e Fitch. Por muitos anos elas usaram seu poder para estabelecer impressionantes situações legais para si mesmas. A SEC tinha um número limitado de organizações de classificação estatística nacionalmente reconhecidas (NRSRO, na sigla em inglês), e muitos fundos de pensão governamentais só podiam investir em títulos que tivessem altas classificações

NRSRO. As agências de classificação evitavam responsabilidade legal por seus numerosos erros de avaliação alegando que as classificações não passavam de “opiniões”, uma forma de liberdade de expressão protegida pela Primeira Emenda e não sujeita a alegações de responsabilidade. Quando legislativos estaduais às vezes ameaçavam reduzir seu poder ou aumentar sua responsabilidade as agências de classificação ameaçavam parar de classificar títulos emitidos por esses estados.

Durante o último quarto de século as agências de classificação foram remuneradas pelos emissores, e à medida que o próprio setor de bancos de investimento se concentrava, os bancos cada vez mais determinavam a música e as agências de classificação dançavam alegremente, todos juntos em corrupção, cinismo e exploração. Durante todo o período da bolha, e por todo ano de 2007 enquanto a bolha chegava ao auge e começava a murchar, Wall Street fingiu ignorar a quebra iminente. As agências de classificação continuaram a emitir seus triplos A com empolgação.[30]

Na Moody’s e na S&P o volume de classificações de títulos lastreados em hipotecas residenciais (RMBS, na sigla em inglês) processadas dobrou entre 2004 e 2007. As classificações de CDOs lastreados em hipotecas foram multiplicadas por dez, e todo ano os instrumentos ficavam muito mais complexos. Houve um aumento similar em outra dívida relacionada à bolha – instrumentos como títulos lastreados em empréstimos (CLO, na sigla em inglês), títulos de taxa definida em leilão, títulos sintéticos e formas ainda mais exóticas, todas elas normalmente recebendo classificações extremamente altas. Em consequência as agências se tornaram loucamente lucrativas. Os ganhos relativos de preço de ações para a Moody’s superaram mesmo os da empresa de serviços financeiros de melhor desempenho, o Goldman Sachs, em dez para um; durante a

bolha a Moody's foi a empresa mais lucrativa do índice Fortune 500.

Na primeira semana de julho de 2007 a S&P classificou 1.500 novos títulos lastreados em hipotecas, ou seja, trezentos por dia útil. Era uma linha de montagem. Em 2010 um ex-presidente da Clayton Holdings depôs na FCIC dizendo que em 2007 ele procurara todas as três grandes agências de classificação perguntando se queriam os resultados das revisões feitas pela Clayton dos empréstimos usados pelos securitizadores. Todas as três recusaram.

Em 2009 mais de 90% de todos os títulos lastreados em subprime AAA das safras 2006 e 2007 foram classificados como "lixo".

Mas ainda mais chocante foi como as agências de classificação trataram os bancos de investimento, seus principais clientes. Elas alertaram o mundo quando o Bear Stearns e o Lehman se tornaram loucamente alavancados, quando o setor adotou uma prática de impostos de ultracurto prazo insustentável? Não. Elas se preocuparam com a exposição da AIG e as outras seguradoras de títulos? Não. Mesmo enquanto a crise se aprofundava, todos os securitizadores e seguradoras, incluindo aqueles que quebraram ou foram resgatados pelo governo federal, continuaram a ter classificação de alto grau de investimento – em vários casos AAA.

Eis um trecho de minha entrevista com Jerry Fons, ex-diretor administrativo da Moody's que se afastou em 2007:

CF: E se bem me lembro, o Bear Stearns era classificado como AAA cerca de um mês antes de ir à falência.

FONS: Mais provavelmente A2.

CF: A2. Certo. A2 continua a ser não falido.

FONS: Não, não, não, é um alto grau de investimento, uma sólida classificação de grau de investimento.

CF: Fale sobre isso.

FONS: Não apenas o Bear Stearns. O Lehman Brothers também era A2 dias antes de quebrar. A AIG, AA dias antes de ser resgatada. Fannie Mae e Freddie Mac eram AAA quando foram resgatados. Citigroup, Merrill.

Todos tinham classificações de grau de investimento. Até mesmo o WaMu, o banco que faliu, continuava a ter uma classificação BBB− ou AA3 no momento em que foi resgatado.

CF: Como pode uma coisa dessas?

FONS: Bem, essa é uma boa pergunta. [risos] Essa é uma ótima pergunta.

"Proteção" e armas financeiras de destruição em massa

Uma última parcela do sistema merece comentário: a venda de proteção, que neste contexto significa vender seguros para títulos lastreados em hipotecas, deixando os investidores se sentindo ainda mais confiantes de que estão em segurança. Esse seguro era de duas formas, ruim e pior.

A forma menos maligna era literalmente um seguro, vendido por seguradoras, as maiores das quais eram a MBIA e a Ambac. Elas dependiam fortemente de suas próprias classificações AAA, felizmente fornecidas como de hábito pelas agências de classificação. Como em toda parte, seu pessoal de vendas e seus executivos ganharam muito dinheiro durante a bolha, e ficaram com ele mesmo após os títulos começarem a dar prejuízo e as empresas enfrentarem uma avalanche de pedidos (as duas empresas sofreram terrivelmente). Mas pelo menos elas eram conhecidas sobretudo por vender seguros reais, comprados pelos verdadeiros proprietários de títulos reais. Para genuína insanidade é preciso examinar o negócio da venda de derivativos chamados credit default swaps (CDS), cujo mais famoso praticante era, claro, a AIG.

Credit default swaps não passam de apostas, e diferem de seguros de formas bem importantes. Você pode usar CDS para apostar que qualquer título dará prejuízo, e pode apostar o quanto quiser. O oposto também é verdadeiro: se você for louco o bastante, pode *vender* quanta "proteção" quiser, muito além do valor real dos títulos em questão. A

AIG vendeu em torno de 500 bilhões de dólares disso – e não deu muito certo.

Os CDS eram (e continuam a ser) particularmente perigosos por várias razões. Para começar, por cortesia do Commodity Futures Modernization Act de 2000, a lei defendida por Larry Summers, Robert Rubin e Alan Greenspan, os CDS eram totalmente desregulamentados e muito pouco transparentes. *Ninguém* sabia o tamanho total e a distribuição de propriedade ou risco dos CDS, e o governo não tinha o direito legal de controlar isso. Depois, os CDS geravam incentivos perigosos – se você possuía um volume suficiente deles, então tinha grandes incentivos para *fazer* algo dar errado, e também para ficar em silêncio sobre riscos no sistema financeiro.

Os CDS também davam a ilusão, e algumas vezes a realidade, de total proteção mesmo contra o comportamento financeiro mais arriscado e perigoso. Apólices de seguro de verdade se protegem de irresponsabilidade de fraude tendo deduções, limites, prêmios mais altos para pessoas com histórico ruim e outros problemas. Você não pode comprar um seguro para sua casa por vinte vezes seu valor real, sobretudo se sua casa convenientemente pegou fogo cinco vezes na década anterior. Também não consegue uma apólice de seguro residencial se não possui uma residência. Caso tenha cinco condenações por dirigir embriagado pode não conseguir fazer nenhum seguro automobilístico, e se conseguir, será muito caro.

Diferentemente de seguros de verdade, os CDS não tinham deduções ou limites, e não impunham restrições aos compradores. Desde que você tivesse o dinheiro poderia comprar o quanto quisesse, mesmo para títulos que você não possuía – em outras palavras, você podia apostar que um título, e/ou a companhia que o segurava, teria problemas. Portanto, se você era o criador e lançador

desses títulos, poderia lucrar criando e vendendo lixo, e depois apostando contra ele.

Também poderia *comprar* lixo e ignorar os riscos desde que tivesse condições de comprar a proteção dos CDS para ele. Uma grande razão adicional para Wall Street ter conseguido vender tantos títulos de hipoteca tóxicos foi que eles podiam apontar para os vendedores de CDS, especialmente a AIG, e dizer: Olhem, esse negócio é ótimo. Mas se vocês estão preocupados com ele, sem problema; só precisam procurar o fantástico pessoal da AIG, pagar a eles uma pequena parcela de seu retorno anual e estarão totalmente protegidos.

Além disso, o volume total de risco criado no mercado foi potencialmente ilimitado. Pense outra vez no seguro de verdade. No caso de um desastre – um terremoto, um furacão, um tornado – a responsabilidade total de uma seguradora de verdade se limita aos danos reais causados pelo desastre. Mas no caso dos CDS, desde que alguém estivesse disposto a vender, não havia limite para o volume de responsabilidade e risco que podia ser criado.

Claro que vender um volume gigantesco desse "seguro" contra títulos arriscados e mesmo fraudulentos não seria sábio. Mas a AIG fez isso, por três razões. A primeira foi a complexidade e a falta de transparência do mercado, mesmo – um cínico poderia dizer *especialmente* – para um administrador sênior da AIG. A segunda razão foi que a alta administração e o conselho de administração da AIG haviam saído para o almoço. Convido o leitor a comparar as informações ao investidor da AIG do final da época da bolha – sobretudo final de 2007 e início de 2008 – com o depoimento pós-crise ao Congresso do ex-CEO da AIG Martin Sullivan. As informações ao investidor são absurdamente otimistas e enganosas, mas também inacreditavelmente complexas, enquanto o sr. Sullivan parece ser bastante… simples. Ele foi o sucessor indicado

de Maurice (Hank) Greenberg, que o escolheu como um sujeito influenciável quando foi obrigado a se afastar por causa das investigações de fraude conduzidas por Eliot Spitzer em 2005. O conselho da AIG, que também havia sido em grande medida selecionado por Greenberg, era tão influenciável e ignorante quanto o sr. Sullivan.

Mas a terceira razão é que a AIG usava o mesmo sistema de bônus pernicioso que destruiu todos os outros. Os negócios da empresa com CDS eram loucamente lucrativos – até deixarem de ser –, com margens de lucro superiores a 80% em seus "melhores" anos. Eram conduzidos por uma unidade altamente autônoma de 375 pessoas com sede em Londres, a AIG Financial Products (AIGFP), feudo pessoal de um homem chamado Joseph Cassano. A AIGFP ficava com 30% dos lucros anuais na forma de bônus em dinheiro, repassando o resto para a controladora. Durante a bolha a AIGFP pagou a si mesma mais de 3,5 bilhões de dólares em bônus em dinheiro (Cassano sozinho ganhou mais de 200 milhões), e repassou 8 bilhões de dólares à AIG, tendo sido responsável por 17% dos lucros empresariais totais da AIG em 2005.

Em 2007, quando a bolha começou a murchar, os compradores de CDS começaram a bater à porta, cobrando seu dinheiro. Cassano resistiu, dizendo publicamente aos investidores no final de 2007 que não conseguia ver a AIG perdendo "um dólar sequer" nos CDS. Cassano impediu que auditores internos e externos examinassem os livros da AIGFP. Em 2007, o vice-presidente de política de contabilidade da AIGFP, Joseph St. Denis, ficou preocupado com os CDS e como estavam sendo avaliados. Cassano agressiva e abertamente negou acesso à informação, dizendo a St. Denis que ele iria "contaminar o processo". St. Denis acabou pedindo demissão em protesto, dizendo ao auditor-chefe da AIG no final de 2007 que não podia apoiar a contabilidade de CDS da AIGFP. Cassano permaneceu no

cargo até a AIG quebrar em setembro de 2008. Em reação à pressão pública a AIG o demitiu, mas depois logo o contratou como consultor por 1 milhão de dólares ao mês, até que também esse acerto fosse suspenso, após ter sido revelado em audiências no Congresso.

Quando este livro estava sendo escrito (começo de 2012), os credit default swaps haviam reaparecido como um fator na crise da dívida soberana da Europa, e a possível ampliação dessa crise para os Estados Unidos e o setor bancário europeu. Algumas pessoas nunca aprendem...

Cultura financeira e governança corporativa durante a bolha

Tendo avaliado o comportamento do setor de bancos de investimento, vamos voltar à questão de como e por que CEOs e conselhos de administração podem ter tolerado isso, e particularmente por que permitiram que isso destruísse suas próprias empresas. Em parte os mesmos incentivos financeiros eram dados a eles, tornando-os indiferentes ao destino de empresas, funcionários e clientes. Em alguns outros casos, porém, destruir suas empresas era claramente contrário ao seu interesse pessoal, pelo menos em alguma medida. Por que deixaram que isso acontecesse? Pois não há dúvida de que em certa medida a alta administração de alguns bancos de fato se comportou de modo irracional.

Aqui devemos deixar de lado a economia pura e refletir sobre os efeitos daninhos de riqueza demais, poder demais, da nova cultura dos bancos de investimento americanos e da vida dentro do casulo da nova oligarquia dos Estados Unidos. Vamos considerar, por exemplo, Jimmy Cayne. Para aqueles que talvez achem um pouco difícil acreditar no que

virá a seguir, recomendo que procurem no Google algo mais ou menos como “Jimmy Cayne helicóptero Plaza Hotel bridge golfe megalomaníaco maconha”.

Jimmy Cayne se tornou CEO do Bear Stearns em 1993, e assumiu o papel adicional de presidente do conselho em 2001, permanecendo nos dois cargos até ser enfim afastado da posição de CEO em janeiro de 2008, quando já era tarde demais para salvar a empresa.

O sr. Cayne, que parece ter sido bastante desgostado, não era alguém que você abordaria tranquilamente para dizer que ele estava destruindo a sua empresa e a economia mundial. Antigos empregados me contaram muitas histórias. Ele marcava reuniões de manhã cedo no escritório, encomendava um belo café da manhã quente a um garçom e o consumia sem oferecer nada aos subordinados, que o esperavam terminar. Convidava uma pessoa a seu escritório, fazia uma cena de pegar dois charutos, acendia um e depois guardava o outro no bolso. Insultava subordinados em público usando palavrões pesados. Seu antecessor como CEO do Bear Stearns, Ace Greenberg, o descreveu como um “maconheiro megalomaníaco”.

Mas esse é o lado bom. À medida que os lucros e o preço das ações do Bear Stearns dispararam como resultado da bolha, o sr. Cayne se tornou bilionário e deixou de ser apenas desagradável para se tornar seriamente desligado da realidade. Ele costumava tirar fins de semana de três e quatro dias, bem como férias longas. Nos fins de semana prolongados, com frequência ia de helicóptero da sede do Bear Stearns para seu clube de golfe em Nova Jersey, onde tinha permissão para pousar a aeronave e onde tinha uma casa. No Bear Stearns ele reservava um elevador para seu uso exclusivo. Um jogador de bridge que levava a atividade a sério pagava 500 mil dólares por ano a dois profissionais italianos para jogar com ele. Viajava para muitos torneios

de bridge e também passava muito tempo jogando no computador. A despeito de ser um republicano empedernido, também fumava muita maconha, com parceiros de bridge, hóspedes de hotel e outros vendo e sentindo o cheiro.

Quando a bolha começou a implodir em 2007 e o Bear Stearns passou a ser pressionado, o sr. Cayne muitas vezes esteve ausente em momentos críticos. Mesmo em dias úteis, e quando sua empresa estava quebrando em 2007 e 2008, ele nunca usou telefone ou pager quando jogava golfe ou bridge. Viajou repetidamente para torneios de bridge nesse período, algumas vezes permanecendo uma semana ou mais longe do escritório. Não participava de teleconferências ou reuniões se isso entrasse em conflito com seu cronograma de bridge.

Os problemas do Bear Stearns começaram de verdade em meados de 2007 com o colapso de dois de seus fundos de investimento muito concentrados em imóveis. Na quinta-feira, 14 de junho de 2007, quando o Bear Stearns anunciou publicamente os primeiros resultados financeiros preocupantes, Cayne estava jogando golfe em Nova Jersey; ele também jogou no dia seguinte. Um mês depois, em 17 de julho de 2007, o Bear Stearns informou aos investidores que os dois fundos de investimento em imóveis não valiam nada. No dia seguinte, 18 de julho, o sr. Cayne voou para um torneio de bridge em Nashville, acompanhado do diretor de produtos de renda fixa do Bear Stearns, Allen Spector, e ficou lá a maioria dos dez dias seguintes, jogando bridge. O sr. Cayne só passou onze dias no escritório naquele mês. Mesmo quando participava de teleconferências, algumas vezes as abandonava sem aviso. Isso não parecia perturbar o conselho de administração. De fato, o estímulo para o afastamento de Cayne como CEO não parece ter sido seu desempenho, mas a publicidade crescente, em especial um artigo no *Wall Street Journal* em

novembro de 2007 descrevendo seus hábitos de golfe e maconha e a impossibilidade de ser encontrado enquanto se entregava a eles. Mesmo após ser obrigado a deixar o cargo de CEO em janeiro de 2008 Cayne continuou como presidente do conselho. No começo de março de 2008, cerca de uma semana antes de sua empresa quebrar e ser vendida para o JPMorgan Chase, o sr. Cayne fechou a compra de dois apartamentos adjacentes do Plaza Hotel por 24 milhões de dólares. Em 13 de março, quando o Bear Stearns mergulhou em sua espiral descendente final, ele estava em Detroit, mais uma vez jogando bridge; participou com atraso da teleconferência do conselho de administração para poder terminar sua partida antes.

No dia 10 de maio, dois meses após a quebra de sua empresa, o sr. Cayne compareceu a uma festa para os novos moradores do Plaza. A festa tinha bares de caviar e conhaque e um bufê reproduzindo pinturas de uma exposição do Metropolitan Museum, “The Age of Rembrandt”.

O sr. Cayne sofreu, claro. Perdeu o emprego; mas quando o Bear Stearns quebrou ele tinha 74 anos de idade, perto da aposentadoria, e parece provável que em sua cabeça ele já se aposentara havia algum tempo. O valor de suas ações do Bear Stearns caiu de cerca de 1 bilhão no auge para meros 65 milhões quando o JPMorgan Chase o comprou. Mas o sr. Cayne havia tomado o cuidado de retirar muito dinheiro ao longo dos anos anteriores, de modo que seu patrimônio continua estimado em cerca de 600 milhões de dólares, provavelmente o suficiente para sustentar golfe, bridge, helicóptero e maconha. Ele ainda mora no Plaza (pelo menos quando está em Manhattan – tem várias outras casas, incluindo aquela junto ao clube de golfe).

Certamente é um caso radical, alguém diria, mas será que tal comportamento não poderia ser comum, até mesmo

representativo?

Bem, na realidade sim.

Então, sim, é verdade que parte da destruição causada pela bolha e pela crise não pode ser atribuída inteiramente a interesses pessoais e fraudes racionais. Mas isso não significa que o resto tenha sido causado por erros inocentes e bem-intencionados. Em vez disso, foi sintomático de uma cultura e um sistema de gestão que estavam altamente fora de controle.

Durante a bolha muitos executivos de Wall Street construíram pequenos universos surreais em torno de si. Os componentes fundamentais desses mundos eram isolamento físico por intermédio de ambientes particulares proibidos a seus empregados (limusines, elevadores, aviões, helicópteros, restaurantes), funcionários e empregados bajuladores no trabalho e em casa, e conselhos de administração servis e ignorantes. Com frequência seus mundos também incluíam esposas vistosas, amantes, prostitutas e/ou drogas. Atividades de lazer eram divididas por geração. Jovens corretores e vendedores se concentravam em discotecas, boates de strip-tease, festas, jogo, cocaína e acompanhantes; banqueiros de investimento de Nova York certamente gastavam mais de 1 bilhão de dólares por ano em discotecas e boates de strip-tease, grande parte disso repassado às empresas como diversão profissional reembolsável e dedutível dos impostos. A geração mais velha de executivos seniores, a maioria deles casada, tendia a preferir golfe, bridge, restaurantes caros, eventos beneficentes, leilões de arte, clubes de campo e propriedades nos Hamptons.

Jimmy Cayne não era o único com um elevador privativo e simpatia por deslocamentos de helicóptero; na verdade, comparativamente ele era razoável. Após reclamações acabou concordando em reservar o elevador para seu uso privativo apenas entre 8 e 9 horas da manhã todos os dias.

Richard Fuld, CEO do Lehman, tinha um sistema diferente. Sempre que a limusine de Fuld se aproximava da sede do Lehman seu motorista telefonava; um elevador especialmente programado descia para a garagem e era mantido ali por um guarda até que ele chegasse. Então o elevador levava Fuld diretamente ao 31º andar, sem paradas, para que não tivesse de ver nenhum dos seus funcionários. Eis como um ex-funcionário do Lehman descreveu isso (uma parte está no meu filme):

> Esse homem nunca apareceu no salão de negociação. Nós nunca o vimos. Havia muitas piadas na mesa. A série de H.G. Wells, o *Homem invisível*. ... Muitos CFOs são desligados da realidade, mas ele tinha um elevador privativo. Ele se esforçava para ser desligado.

Stan O'Neal, do Merrill Lynch, também tinha um elevador privativo – qualquer elevador que estivesse ali quando ele chegasse. Um segurança segurava o elevador que aparecesse, impedindo qualquer outro de entrar e, se necessário, ordenando que outros já no elevador saíssem.

O Lehman e a maioria dos outros bancos também tinham coleções de arte, que algumas vezes absorviam grande energia dos executivos. Todos os bancos mantinham chefs para suas salas de jantar elegantes, em geral vários deles, com acesso rigidamente limitado a executivos e convidados de diferentes posições e riqueza. Eu já comi em alguns deles (Morgan Stanley, JPMorgan Chase); são muito bons.

Todos tinham limusines e motoristas, claro, mas também havia brinquedinhos ótimos. Quando o Lehman foi à falência, era dono de um helicóptero e seis jatos executivos. Dois dos jatos eram 767, que normalmente transportam 150 pessoas quando usados por companhias aéreas e custam mais de 150 milhões de dólares quando comprados novos. Mas, além disso, Joe Gregory, presidente do Lehman (a segunda posição abaixo de Fuld, o CEO), tinha *seu próprio* helicóptero particular, no qual se deslocava diariamente para o Lehman de sua mansão nos Hamptons.

(Com clima ruim ele às vezes usava um hidroavião.) Gregory tinha uma equipe de empregados domésticos de 29 pessoas. O Citigroup era dono de dois jatos, e tentava conseguir a entrega de um novo avião de 50 milhões de dólares *depois* de quebrar e ser resgatado pelo governo federal.

Certo, eles tinham brinquedinhos. Mas como eram seus incentivos financeiros, como os conselhos de administração os remuneravam, examinavam sua conduta, recompensavam e disciplinavam? Havia outros tão ruins quanto o Bear Stearns e Jimmy Cayne?

Sim, havia. O professor Lucian Bebchuk, da Faculdade de Direito de Harvard, estudou o comportamento dos mais altos executivos do Bear Stearns e do Lehman Brothers nos anos anteriores ao colapso. Nos dois casos os cinco funcionários mais altos haviam retirado coletivamente um bilhão de dólares em dinheiro (isto é, um bilhão de *cada empresa*) nos vários anos imediatamente anteriores ao colapso. Isso não sugere que esses homens (e todos os dez eram homens) tinham fé ilimitada no futuro de suas empresas, nem grandes incentivos a evitar riscos.

Ou consideremos o caso de Stan O'Neal. No final de 2006, ele havia completado quatro anos como CEO do Merrill Lynch, e empurrara o banco agressivamente para títulos subprime. Em 2006 a remuneração *de saque imediato* de O'Neal foi de pouco mais de 36 milhões de dólares, dos quais 19 milhões em dinheiro. Mas essa não foi a remuneração total. Para fugir dos impostos, grande parte de sua remuneração foi bloqueada, a ser paga na aposentadoria.

Em 2006 o Merrill Lynch teve um faturamento de 33,8 bilhões de dólares e lucro bruto de 9,8 bilhões. Em janeiro de 2007 o Merrill pagou seus bônus anuais – pouco abaixo de 6 bilhões de dólares, dos quais um terço a pessoas envolvidas com títulos de hipotecas. Dow Kim, o diretor da

unidade de renda fixa do Merrill e, portanto, encarregado das securitizações de subprime, recebeu 35 milhões. No segundo trimestre de 2007, encerrado em 30 de junho, o Merrill Lynch ainda era lucrativo, anunciando ganhos de 2,1 bilhões. Mas como aconteceu com o Bear Stearns, em meados de 2007 a bolha começou a murchar. No trimestre seguinte, o terceiro de 2007, o Merrill informou perda líquida de 2,6 bilhões causados por perdas de 8 bilhões em empréstimos e títulos subprime. Depois a empresa despencou. Em todo o ano de 2007 o rendimento do Merrill caiu em 67%, com perdas de 8,6 bilhões. Posteriormente iria perder mais, muito mais, quase tudo fruto de decisões tomadas enquanto O'Neal era CEO. Então o que Stan O'Neal estava fazendo no terceiro trimestre de 2007, quando o Merrill Lynch desmoronava?

Estava jogando muito golfe. Nas seis últimas semanas do terceiro trimestre O'Neal jogou vinte partidas de golfe, algumas vezes com o celular desligado. Ele normalmente jogava nos fins de semana, mas nem sempre. Pouco depois, quando a situação do Merrill piorou de forma drástica, O'Neal fez sondagens não autorizadas com outros bancos com vistas a uma possível fusão. Isso finalmente levou o conselho de administração do Merrill Lynch a demiti-lo.

Só que eles *não* o demitiram. Permitiram que se demitisse, dessa forma o autorizando a receber mais 161 milhões de dólares referentes a remunerações bloqueadas e indenização – 30 milhões em dinheiro, 131 milhões em ações. O sr. O'Neal também não foi banido do mundo empresarial; após deixar o Merrill ele foi convidado a ingressar no conselho de administração da Alcoa, onde está agora. De fato, ele também é membro de dois comitês do conselho da Alcoa. Quais? Auditoria e gestão. Recompensas por um trabalho bem-feito.

Por fim, vejamos Robert Rubin. Como secretário do Tesouro o sr. Rubin supervisionou o fim da separação entre

bancos de investimento e bancos comerciais estabelecida pela lei Glass-Steagall. A mudança beneficiou grandemente o Citigroup; e pouco depois de deixar o Tesouro o sr. Rubin se tornou vice-presidente do conselho do Citigroup. Lá, Rubin demonstrou desconexão da realidade e dos padrões éticos. Em 2001, agindo em benefício do Citigroup, ele havia telefonado para seu antigo colega Peter Fischer no Departamento do Tesouro pedindo ajuda para impedir que a classificação de crédito da Enron fosse rebaixada, pouco antes que a Enron fosse à falência. (O Citigroup era um grande credor da Enron, e depois foi multado por ajudar a Enron a esconder suas perdas.)

Durante a bolha Rubin pressionou o Citigroup a assumir mais risco, mesmo após ter sido alertado para os perigos crescentes e a desonestidade dos empréstimos imobiliários e dos títulos lastreados em hipotecas. Ele não parecia sequer ter consciência da estrutura financeira e das obrigações de sua empresa. Em seu depoimento perante a FCIC Rubin disse que apenas depois da queda ele teve conhecimento de "opções de venda de liquidez", as cláusulas contratuais pelas quais o Citigroup era obrigado a recomprar CDOs caso perdessem dinheiro ou não pudessem ser vendidos. Esses acordos com os veículos de investimento estruturados (que o próprio Citigroup havia criado) acrescentaram mais de 1 trilhão de dólares ao balanço real do Citigroup e causaram bilhões de dólares em perdas durante a crise. Lamentável que Rubin não lesse as letras pequenas nas declarações financeiras de sua própria empresa, pois poderia ter percebido as opções e dado o alerta.[31]

Após uma década no Citigroup, durante a qual recebeu mais de 120 milhões de dólares, Rubin pediu demissão sob pressão em janeiro de 2009. Mas isso não parece tê-lo prejudicado muito. Ele continua a ser um dos presidentes do Conselho de Relações Exteriores; ainda é membro da

Harvard Corporation, o pequeno grupo que é efetivamente a diretoria de Harvard; e ele e o filho atuaram na equipe de transição de Obama, ajudando a escolher uma *nova* fornada de administradores públicos aéticos. (Que se revelou basicamente a *velha* fornada, reciclada; mas chegaremos a isso depois.)

Inquestionavelmente nenhum desses homens tomou a decisão deliberada de destruir suas empresas. Mas, também de modo inquestionável, incentivos pessoais e risco pessoal concentram a pessoa de um modo que golfe e bridge não costumam fazer. Essas pessoas tinham dinheiro demais *fora* das suas empresas para se preocupar o tanto que deveriam com o que acontecia *dentro* delas. No entanto o clima psicológico era tão importante quanto os incentivos diretos. Eles se tornaram realeza empresarial, com toda a absurda arrogância, o distanciamento da realidade, o ego envenenado e o culto à personalidade que isso implica.

Porém, houve outros – especialmente o Goldman Sachs – que não permitiram que as tentações do golfe e dos helicópteros embotassem seu raciocínio. Portanto, essas pessoas muito disciplinadas e predadoras ganharam dinheiro não apenas com a bolha, mas também com a *quebra*. Agora iremos estudá-los, e as implicações de seu comportamento para a estabilidade financeira, ao examinar os alertas, o fim da bolha, a crise, seu impacto e as respostas do governo a ela. Não é um quadro bonito, nem tranquilizador.

---

[a] Esse cálculo foi para todos os títulos. No conjunto usado aqui como exemplo, os 73,8% de LTV implicavam propriedade de 26,2%. Se o LTV fosse realmente de 90,5%, a propriedade cairia para 9,5%, que é 64% inferior.

5. Tudo desmorona: alertas, predadores, crises, respostas

ALGUNS PERCEBERAM A BOLHA bem cedo. Em 2002 um destacado gestor de fundo de hedge, William Ackman, descobriu que uma das maiores seguradoras de títulos, a MBIA, na verdade era um castelo de cartas. Tinha uma classificação de crédito AAA (naturalmente), mas era alavancada em oitenta por um, começara a assegurar hipotecas arriscadas e empregava métodos contábeis questionáveis. Ackman comprou CDS da MBIA, posteriormente adicionando também apostas contra a outra grande seguradora de títulos, a Ambac. Ackman começou então uma agressiva campanha pública para desacreditar a MBIA, usando reuniões com as agências de classificação, a imprensa e a SEC. As agências de classificação o ignoraram, claro. A SEC então falou com a MBIA, que respondeu dizendo que Ackman espalhava boatos falsos. Na verdade a MBIA persuadiu a SEC a investigar *Ackman*, que no final provou estar totalmente certo. (Após vários anos perdendo dinheiro enquanto esperava a bolha estourar, Ackman finalmente ganhou muito dinheiro com sua aposta.)

Em 2004, Robert Gnaizda, um analista de política habitacional e financeira que comandava o Greenlining Institute, uma ONG ligada a moradias, começou a alertar Alan Greenspan pessoalmente. Gnaizda, que se reunia com Greenspan e o Conselho do Federal Reserve uma ou duas vezes por ano, havia percebido a proliferação de hipotecas tóxicas altamente enganosas. Ele ofereceu exemplos e conclamou Greenspan a usar seu poder pela legislação

Hoepa para frear a concessão de hipotecas. Greenspan não se interessou.

Mas o primeiro alerta público realmente sério sobre risco sistêmico foi dado em 2005, na conferência Jackson Hole do Federal Reserve, que anualmente reúne os mais destacados dirigentes de bancos centrais e economistas de todo o mundo. A conferência de 2005 foi a última de Alan Greenspan como presidente do Federal Reserve, e todos deveriam admirar e festejar seu histórico brilhante. Mas Raghuram Rajan, então economista-chefe do Fundo Monetário Internacional, estragou a festa apresentando um brilhante estudo presciente e assustador.[1] Na plateia estavam Alan Greenspan, Ben Bernanke, Tim Geithner, Larry Summers e a maior parte do Conselho do Federal Reserve.

O estudo de Rajan era intitulado "O desenvolvimento financeiro tornou o mundo mais arriscado?". E sua resposta era sim. Após alguns comentários introdutórios, Rajan disse: "Minha maior preocupação são os incentivos." Ele discutiu as novas estruturas de remuneração que dominavam o sistema financeiro, para as quais correr riscos era algo deliciosamente lucrativo: "Essas novidades podem criar mais prociclicalidade induzida pelo setor financeiro do que no passado. Também podem criar maior (embora ainda pequena) probabilidade de uma quebra catastrófica" (página 6).

Na página 25 ele descreve um cenário quase igual à destruição da AIG pela unidade de Joseph Cassano: "Algumas companhias de seguros e fundos de pensão ingressaram no mercado de derivativos de crédito para vender garantias contra inadimplência de uma empresa. … Essas estratégias parecem produzir alfas (altos retornos por baixo risco) muito altos, então os gestores têm incentivo para se abarrotar deles. Contudo, eventualmente eles irão explodir. Como o verdadeiro desempenho só pode ser avaliado em um período longo, muito superior ao horizonte

determinado pelos incentivos médios dos gestores, os gestores irão correr esses riscos se puderem."

E então, na página 31: "Como eles [bancos] normalmente podem vender muito do risco de seus balanços, têm incentivo para gerar os ativos em alta demanda, e assim alimentar o frenesi. Se for habitação os bancos são incentivados a fornecer quantas hipotecas forem pedidas, mesmo que sejam hipotecas arriscadas pagando apenas juros. Em meio a um frenesi os bancos dificilmente manterão muita capacidade disponível para suportar riscos."

Três páginas depois: "As ligações entre mercados, e entre mercados e instituições, são agora mais pronunciadas. Embora isso ajude o sistema a se diversificar por pequenos choques, também expõe o sistema a grandes choques sistêmicos."

A partir da página 44 Rajan discute como reduzir os riscos introduzidos pelo novo sistema: "Talvez a preocupação deva ser fazer com que os gerentes de investimento tenham os incentivos certos … Grupos do setor poderiam levar todos os gerentes a colocar uma parcela fixa do seu pagamento … nos fundos que administram … De modo a que o incentivo seja investir a longo prazo, a norma poderia ser que a participação do administrador no fundo fique bloqueada por vários anos."

Quando Rajan terminou de apresentar seu estudo, Greenspan e a maior parte da plateia reagiram com um silêncio soturno e defensivo. Mas não Larry Summers. Na época Summers era presidente de Harvard, ao mesmo tempo que dava consultoria para um fundo de hedge, o Taconic Capital Advisors. Um ano depois, após ser obrigado a pedir demissão, ele se tornou consultor do D.E. Shaw, um fundo de hedge de 30 bilhões de dólares que em 2008 pagou a Summers 5,2 milhões de dólares por um dia de trabalho por semana. Os dois fundos de hedge usavam precisamente os incentivos sobre os quais Rajan estava

alertando em seu estudo – os administradores ficavam com 20% dos lucros anuais, mas não eram punidos por perdas.

Com sua tradicional arrogância descontraída, Summers se levantou para colocar Rajan em seu lugar. Caso queira ler toda a resposta, ela está no site do Kansas City Federal Reserve Bank. Eis algumas citações das observações de Summers:

"Eu falo como … alguém que aprendeu muito sobre o tema … com Alan Greenspan, e alguém que acha a premissa básica levemente ludita desse estudo bastante equivocada.

"Todos quase com certeza diríamos que algo … esmagadoramente positivo aconteceu por intermédio deste processo [de inovação financeira].

"Embora eu ache que o estudo está certo em nos alertar para a possibilidade de *feedback* positivo e os riscos que isso pode produzir nos mercados financeiros, a tendência no sentido da restrição subjacente ao tom da apresentação me parece bastante problemática. A mim parece apoiar uma grande variedade de impulsos equivocados de política em muitos países."

Mas gente séria de Wall Street já havia entendido o que Summers não entendera. Quando eles souberam que havia uma bolha realmente séria e que podiam jogar com ela? Muitos dos espertos sabiam disso por volta de 2004, quando, por exemplo, Howie Hubler no Morgan Stanley começou a apostar contra os piores títulos de hipotecas subprime com o conhecimento e a aprovação de seus superiores. Mas você só pode ganhar dinheiro apostando *contra* uma bolha quando ela murcha. Enquanto houve espaço para a bolha crescer, o esmagador incentivo de Wall Street era mantê-la em movimento. Mas quando eles viram que a bolha estava terminando, os incentivos mudaram. E, portanto, sabemos que muitos em Wall Street se deram conta de que havia uma enorme bolha no final de 2006, porque foi quando eles começaram a apostar em massa em seu colapso.

Neste ponto devo mencionar de maneira rápida um problema no jornalismo financeiro em geral soberbo de Michael Lewis. Em seu livro muito divertido, e em muitos sentidos informativo, *A jogada do século*, Lewis deixa a impressão de que Wall Street estava se lançando às cegas de um penhasco, enquanto alguns poucos perdedores ensandecidos, desgarrados e adoravelmente esquisitos descobriram como apostar contra o mercado de hipotecas e derrotar o sistema. Com todo respeito ao sr. Lewis, não aconteceu assim. A jogada do século foi um grande negócio, e grande parte de Wall Street foi impiedosamente boa nele.

Para começar, vários grandes fundos de hedge perceberam. Contudo, ao contrário dos bancos de investimento, eles não podiam ganhar muito dinheiro securitizando empréstimos e vendendo CDOs, então tiveram de esperar até que a bolha estivesse prestes a estourar para ganhar dinheiro com o colapso. E fizeram isso. Além de Bill Ackman, já mencionado, outros grandes fundos de hedge, entre eles Magnetar, Tricadia, Harbinger Capital, George Soros e John Paulson ganharam bilhões de dólares cada apostando contra títulos de hipotecas à medida que a bolha terminava. Aparentemente apenas esses cinco fundos de hedge ganharam bem mais de 25 bilhões de dólares, é possível que mais de 50 bilhões, apostando contra a bolha de hipotecas, e todos eles trabalharam com Wall Street para fazer isso. De fato, como logo veremos, suas apostas contra a bolha foram úteis ao extremo para permitir a Wall Street *perpetuar* a bolha.

E como acabamos de ver, muitas pessoas em Wall Street tinham enormes incentivos financeiros para continuar criando e vendendo lixo até o final, mesmo que isso significasse conscientemente destruir seus empregadores. É inquestionável que milhares de compradores de empréstimos, securitizadores, corretores, vendedores e executivos de Wall Street sabiam perfeitamente bem que aquilo acabaria em lágrimas, mas estavam ganhando uma

fortuna enquanto durava, sem nenhuma capacidade isolada de deter a bolha e muito pouco a perder quando ela terminou.

Fazendo justiça ao sr. Lewis, é verdade que em vários grandes casos – com destaque para Citigroup, Merrill Lynch, Lehman e Bear Stearns – a alta administração de fato era desconectada e ignorante, permitiu que seus funcionários tirassem vantagem por tempo demais e, portanto, destruiu suas próprias empresas. Sem dúvida, o clima generalizado de adrenalina, testosterona e dinheiro também desempenhou um papel, contaminando muitos nos bancos que deveriam estar atentos. Mas mesmo dentro dessas empresas havia grupos que começaram a empurrar ativos ruins para clientes ingênuos e lucrar apostando contra seus próprios títulos. Em 2011 a SEC tentou encerrar um caso contra o Citigroup no qual corretores seniores de CDO lucraram ficando vendidos em títulos ruins. Um juiz federal rejeitou o acordo proposto pela SEC alegando que ela estava sendo leniente demais.[2]

Além do mais, ignorância decididamente *não* era o problema das altas administrações do Goldman Sachs, JPMorgan Chase e Morgan Stanley. Como vimos, o Morgan Stanley começou a apostar contra a bolha já em 2004, mas ao fazê-lo cometeu um erro técnico, que lhe custou 9 bilhões de dólares. O fato de terem subestimado a escala do colapso não os desculpa, nem significa que não se deram conta de que havia uma bolha. Eles se deram conta de modo muito claro, e tentaram explorar isso com impiedade.

Já o JPMorgan Chase apenas manteve distância; eles venderam algumas coisas tóxicas, mas em grande medida ficaram de maneira prudente acima da briga por hipotecas-lixo. A alta administração do JPMorgan Chase algumas vezes tolerou comportamentos extremamente aéticos, mesmo ilegais, mas ela não era idiota ou despreocupada, e mantinha seus funcionários sob controle rígido. Provavelmente também ajudou que Jamie Dimon só tenha se

tornado CEO do JPMorgan Chase em 2005 e que ele tivesse acabado de chegar de um banco de Chicago em apuros, que ele havia precisado resgatar.

Mas também era claro que Dimon estava prestando atenção. Em maio de 2007, Bill Ackman, o gestor de fundo de hedge que estava apostando contra a MBIA, fez uma apresentação em uma conferência de investimentos grosseiramente intitulada "Quem é o responsável?". Ela dissecou a bolha e seu colapso iminente com abrangência devastadora. Eu a li; a apresentação tinha 63 páginas e não deixava nada a cargo da imaginação. Ia de questões de alto nível de governança corporativa e estruturas de incentivo aos conflitos de interesse nas agências de classificação, passando pelos mínimos detalhes de como muitas centenas de bilhões de dólares de hipotecas de juros variáveis iriam passar para taxas de juros mais altas no ano seguinte com uma inevitável onda de inadimplência se seguindo. A apresentação de Ackman circulou amplamente nos bancos de investimento. Alguns meses depois Ackman encontrou Jamie Dimon no torneio de tênis U.S. Open. Ackman disse a Dimon que ele deveria ler sua apresentação, ao que Dimon respondeu: "Já li."

Mas o Goldman Sachs era um caso à parte. Ele ganhou bilhões de dólares apostando contra as mesmas coisas que apenas um ano ou dois antes estava vendendo e lhe rendia bilhões, lucrando com a tolice da AIG, do Morgan Stanley e, supostamente, do Lehman Brothers. Vamos falar deles a seguir; mas, antes, uma pequena digressão.

O fim iminente da bolha produziu uma última e maravilhosamente venenosa inovação financeira, cuja invenção e utilização disseminada provam que muitas pessoas em Wall Street sabiam *exatamente* o que estava acontecendo.

Criando algo especial apenas para os inocentes e tolos

No final de 2005 e certamente em 2006 estava se tornando difícil encontrar até mesmo as hipotecas subprime mais fraudulentas. Os mutuários haviam recebido todo o financiamento que podiam, e mesmo o corretor de hipotecas mais escroque logo estaria reduzido a fazer empréstimos para mortos, animais de estimação e alienígenas. Mas ainda havia muitos investidores ingenuamente cobiçosos dispostos a *comprar* títulos tóxicos. O que fazer? Wall Street se saiu com algo brilhante. Mais uma vez, os derivativos foram a salvação. A genialidade dos banqueiros foi se dar conta de que muitos gestores de investimentos no mundo eram tão inocentes, cobiçosos e/ou tolos que comprariam títulos de hipotecas mesmo sabendo que seus pagamentos de juros não sairiam de hipotecas reais, mas de pessoas espertas apostando que seus títulos iriam quebrar.

Surge um novo produto, o CDO sintético. (Nós já o conhecemos antes, rapidamente, como sendo o modo pelo qual o Morgan Stanley limpou o fundo de pensão das Ilhas Virgens.) CDOs sintéticos permitiram aos bancos gerar centenas de bilhões em novos papéis de alto risco a partir de ar rarefeito no momento em que não conseguiam mais encontrar hipotecas subprime para comprar. Só era necessário um computador, uma queda para matemática e total amoralidade.

Em vez de ter todo o trabalho de fraudar mutuários, você apenas usava títulos lastreados em hipotecas já existentes como uma referência, ou índice. Então criava uma aposta de dois lados. De um, um investidor comprava CDO sintético, recebendo pagamentos que imitavam o desempenho de algum CDO “real” (ou um índice de preços de CDO). Mas os pagamentos feitos ao investidor não saíam de hipotecas reais; saíam do outro lado da aposta – alguém disposto a pagar uma taxa de juros, muitas vezes uma taxa surpreendentemente baixa, em troca do direito de receber dinheiro *caso os títulos de referência quebrassem*. Então, um CDO sintético basicamente transformava um

“investidor” em um vendedor de seguro de CDS, ou o que quer que tivesse sido usado como referência ou índice. Os “pagamentos de juros” dos investidores na verdade eram as apostas feitas do outro lado, no fracasso dos títulos de referência.

O que é interessante – e muito perigoso – nisso é que mesmo com a bolha *imobiliária* terminando e o fluxo de hipotecas reais secando, os bancos de investimento conseguiram prolongar a bolha *financeira* (e agravar a crise final) vendendo CDOs sintéticos. Eles os utilizaram para apostar contra os próprios títulos que haviam criado e vendido, do mesmo modo como o Morgan Stanley fez com a Libertas e o Goldman Sachs fez repetidamente; apostar contra o mercado em geral; e embolsar taxas de negociação combinando tolos com tubarões (isto é, fundos de hedge), estruturando e vendendo os dois lados do negócio. Como CDOs sintéticos só podem existir se alguém está disposto a apostar contra o “lado comprado”, seu crescimento rápido é um claro indício de que Wall Street sabia não apenas que havia uma bolha, mas também que seu fim era iminente. Não foi coincidência os sintéticos terem ganho muita força depois que os preços dos imóveis pararam de subir em 2006.

E isso definitivamente *não* era um pequeno negócio atendendo a alguns poucos adoráveis indivíduos excêntricos do contra. Uma estimativa razoável é de que no final de 2006 o volume de CDOs sintéticos, ou basicamente sintéticos, se aproximava de 100 bilhões de dólares, enquanto cerca de um quarto dos ativos em CDOs “convencionais” também eram sintéticos. Na primeira metade de 2007, pouco antes de o mercado quebrar, CDOs sintéticos eram quase decerto a maior parte do mercado total de CDOs.

E ninguém entendia mais desse negócio do que Goldman Sachs, John Paulson, Magnetar e Tricadia.

Goldman Sachs, a jogada *realmente* grande do século, apostando com a crise, mentindo ao Congresso

As mais de novecentas páginas de documentos e e-mails reunidos pelo Subcomitê Permanente de Investigações do Senado, complementadas pelas audiências Levin de abril de 2010 e outros registros, compõem uma narrativa impressionante de como o Goldman Sachs lucrou com o colapso. Duas conclusões se destacam.

A primeira é que a administração do Goldman era dura e competente. Em contraste com Jimmy Cayne, Stan O'Neal e Chuck Prince (CEO do Citigroup), que não tinham noção ou preocupação aparente com o que seus corretores estavam fazendo, os executivos do Goldman monitoravam atentamente e entendiam o mercado como um todo e sua própria posição. Viagens de helicóptero para jogar golfe e torneios de bridge não tinham chance. Eles previram o fim da bolha com precisão, mudaram sua estratégia para apostar contra ela e implantaram sua decisão com grande disciplina, rapidez e visão.

A segunda lição clara, pelo modo como eles se livraram de seus ativos "de merda", apostaram com o mercado, deixaram de alertar as autoridades sobre a crise iminente e depois mentiram sobre seu comportamento, é que eles podiam ser completos desgraçados de sangue-frio e com frequência foram muito além da linha, até o que pelo menos para um leigo parece muito com fraude e perjúrio. Vamos primeiramente examinar suas estratégias de comercialização e proteção de ativos em 2006-2007, depois sua manipulação brilhante e impiedosa do setor em 2007-2008 e, por fim, seu depoimento não muito honesto ao Senado em 2010.

Os registros de e-mail revelam a mudança estratégica do Goldman. O primeiro passo foi uma "varredura" em grande escala de toda a carteira de hipotecas da empresa, realizada em meados de dezembro de 2006. O grupo de trabalho

produziu uma relação de todas as posições de hipotecas e hedges, e uma lista posição a posição de exposições a perdas que chegavam a 807 milhões de dólares em perdas potenciais.

David Viniar, o CFO do Goldman, se reuniu com toda a equipe de hipotecas em 14 de dezembro e tomou uma decisão do que fazer. O objetivo era "reduzir exposição … distribuir [vender] o máximo possível em títulos criados a partir de novas securitizações de empréstimos e limpar posições anteriores".

Apenas quatro dias depois, Fabrice Tourre, um gerente de contabilidade sênior de 31 anos de idade sediado em Londres, fez uma investigação especial sobre comprar alguns títulos selecionados porque ele estava consciente de que "*estamos muito vendidos*" [grifo meu].[3] O Goldman reduziu os lances em novos empréstimos, se encheu de índices de hipoteca a descoberto e comprou proteção contra inadimplência de crédito para empréstimos isolados. Para não revelar sua estratégia, o Goldman continuou a atuar nos mercados de compra, mas deliberadamente reduziu os lances de modo a vencer o menor número possível de leilões.

Logo a seguir o mercado de hipotecas começou a deteriorar bastante. Um emprestador de subprime de porte médio, Ownit, pediu concordata no final de dezembro, e dois grandes lançadores admitiram grandes problemas na primeira semana de fevereiro de 2007. O HSBC anunciou grandes perdas no subprime, enquanto a New Century, um dos mais importantes criadores de subprime, anunciou que iria revisar seus ganhos em 2006 – o que parecia ser grandes lucros se tornou perdas substanciais. As ações da New Century despencaram de um penhasco, e ela abriu falência pouco depois. O spread em um índice de hipotecas subprime amplamente utilizado pulou de 3% para 15%.

Mas àquela altura, Dan Sparks, o corretor-chefe de hipotecas, podia avisar a seus chefes que sua "posição de

negócios está basicamente limpa” – em outras palavras, a exposição de 807 milhões de dólares havia quase desaparecido, embora “questões de crédito estejam piorando nos negócios e a dor seja muita (incluindo investidores em certos negócios lançados pelo GS)”. Ele também avisou a administração que as estimativas de seu grupo para o valor real do patrimônio do Goldman estavam caindo ainda mais rapidamente que os preços do mercado.

A principal razão para isso é que a maioria dos outros bancos de investimento não reagiu da mesma forma; quase todos eles mantiveram suas marcas (isto é, avaliações) muito mais altas do que as do Goldman, o que tornou ainda mais fácil a saída do Goldman do mercado.[4] Essa diferença entre o comportamento do Goldman Sachs e dos outros bancos foi resultado combinado de três forças que discutimos antes. A primeira era que muitos corretores estavam apostando no sistema, mantendo a bolha cheia enquanto pudessem em benefício próprio. A segunda era a compartimentalização da informação. E a terceira força, claro, a despreocupação da alta administração de alguns dos grandes bancos, que permitiram que seus funcionários permanecessem atuando tempo demais.

Sparks continuou a jogar a descoberto e disse que seu grupo seguira fazendo rebaixamentos agressivos, o que era “bom para nós em termos de posição, ruim para contas que compraram essa [CDS] proteção”.[5] Ao que parece o Goldman havia comprado toda a proteção de CDS que podia enquanto a proteção ainda era barata, e *então*, assim que se protegera, rebaixou os títulos e exigiu pagamento de seus fornecedores de proteção (veremos isso novamente, anabolizado, quando chegarmos à AIG). Uma semana depois, com o mercado despencando, Sparks ordenou que a equipe “monetizasse” suas posições. Isso significava que embolsassem um lucro limitado, mas garantido, que poderiam começar a registrar imediatamente para os ganhos daquele ano, em vez de esperar que seus contratos

de proteção expirassem. “Este é o momento de fazer isso, mostrar respeito pelo risco e demonstrar a capacidade de escutar e executar diretrizes firmes. ... Vocês estão se saindo muito bem.”[6]

Sparks disse a seus chefes: “Estamos vendidos a descoberto”,[7] mas ainda estava preocupado. Não precisava. A negociação de hipotecas teve um primeiro trimestre recorde em 2007, embolsando 266 milhões de dólares em receita, ao mesmo tempo que conseguia grandes reduções de posição. O estoque geral de hipotecas foi reduzido de 11 bilhões de dólares para 7 bilhões, com o componente subprime diminuindo em 4,8 bilhões. A partir desse ponto o Goldman estava seguro – a não ser que todo o sistema financeiro desmoronasse, uma situação para a qual, logo veremos, eles começaram a se preparar. No final de julho de 2007, após dois fundos de hedge de hipotecas do Bear Stearns terem explodido, o copresidente do Goldman Sachs Gary Cohn comentou com David Viniar, CFO do Goldman, sobre a carnificina. Viniar retrucou: “Mostra o que poderá acontecer às pessoas que não têm a grande renda a descoberto.”[8]

Embora o Goldman tenha conseguido grandes lucros com suas hipotecas a descoberto, poderia ter ganhado muito mais. Mas a alta administração – Viniar, Cohn e Lloyd Blankfein, o CEO – decidiu contra apostas realmente altas a descoberto. Eles adoravam derrotar os concorrentes, mas queriam ficar em segurança, preferindo embolsar lucros menores imediatos como proteção contra os riscos representados por medo, incerteza e destruição rolando por todo o sistema financeiro global à medida que a crise se ampliava. Um dos corretores do Goldman, Josh Birnbaum, lamentou mais tarde que sua mesa poderia ter ganhado muito mais dinheiro que o famoso “Maior negócio de todos” de John Paulson se a administração houvesse permitido.[9] Mas isso teria exigido fazer investimentos significativos na compra de posições a descoberto e também adiar a

realização dos lucros, estratégia que embutia o risco de que os investidores entrassem em pânico caso o Goldman anunciasse perdas em 2007 ou 2008.

Como resultado da previsão e da cautela do Goldman, 2007 foi o melhor ano de todos os tempos para seu negócio de hipotecas. No final do terceiro trimestre, como a tabela 1 a seguir ilustra, a receita de hipotecas foi quase igual à receita do ano inteiro de 2006, o recorde anterior. O salto na receita foi gerado pelas vendas a descoberto, concentradas na mesa de produtos estruturados. As perdas em hipotecas residenciais foram causadas pela decisão do Goldman de rebaixar suas posições compradas remanescentes.

TABELA 1: **Desempenho da divisão de hipotecas do Goldman Sachs, 2005-2007**

	(RECEITA EM MILHÕES DE DÓLARES)		
	AF 05	AF 06	9M 07
Hipotecas residenciais	277	311	(389)
Hipotecas comerciais	197	167	139
Títulos lastreados em ativos	45	40	102
Comércio de produtos estruturados	245	401	955
Outros	121	110	210
Total	885	1.029	1.017

Fonte: Apresentação ao conselho de administração do Goldman Sachs, Divisão de Hipotecas Residenciais, 17 de setembro de 2007

Para ser justo, quando os administradores do Goldman se referiam a seu negócio de hipotecas como “modesto” estavam dizendo a verdade. A receita de hipotecas no ano de 2007 foi de cerca de 1,2 bilhão de dólares. Mas é isso o que torna o desempenho do Goldman tão impressionante; eles entenderam que no novo mundo financeiro de derivativos e enorme alavancagem, mesmo um negócio modesto pode de repente gerar perdas multibilionárias catastróficas caso apanhado despreparado. Compare com

isso, digamos, o comportamento do Citigroup, para não mencionar o de Jimmy Cayne. Embora o Citigroup tivesse uma posição muito maior – mais de 50 bilhões de dólares em hipotecas residenciais em seu balanço – a alta administração sequer sabia que tinha um problema até o mercado desmoronar.

Então, parabéns ao Goldman pela esperteza. Mas a sua estratégia não foi apenas ficar vendido ao mercado de hipotecas, pois algumas vezes era melhor liquidar os ativos mais arriscados em vez de pagar um seguro para eles. Mais uma vez, isso foi conseguido com impressionante eficiência, mas também com um desrespeito quase total pela ética, a integridade e o bem-estar de seus clientes. Se seu comportamento pode ser classificado como fraude criminosa talvez nunca se saiba, ou se possa provar. Mas com certeza me parece fraude, e sem dúvida foi realmente sujo.

Ao ler o que se segue você talvez compare o comportamento do Goldman com sua declaração empresarial pretensiosa de que "integridade e honestidade estão no cerne do nosso negócio. Esperamos que nosso pessoal mantenha altos padrões éticos em tudo o que faz".[10]

Limpando as prateleiras

Uma coisa era decidir liquidar ativos arriscados, outra muito diferente era encontrar pessoas ainda dispostas a comprá-los no final de 2006 e em 2007. As pessoas espertas estavam fora de questão; apenas os tolos fariam isso. Em dezembro de 2006, Fabrice ("Fabulous Fab") Tourre vetou uma lista de possíveis clientes porque estava "tendendo a fundos de hedge sofisticados … na maior parte do tempo eles estarão do mesmo lado do negócio que nós, e … eles sabem exatamente como as coisas funcionam".[11]

Por sorte, ainda havia tolos à disposição. A equipe de vendas começou a circular "eixos" (significando prioridades

de venda) em dezembro de 2006. Alguns meses depois um corretor mencionara que o “pessoal de vendas viu o e-mail de ‘eixo’ do grupo que usamos no passado como uma forma de distribuir lixo que ninguém era idiota o bastante para comprar”.[12]

“O segredo”, segundo um memorando de março de 2007, era “conseguir novos clientes/capital para a oportunidade rapidamente”. Com efeito, dinheiro idiota, ou como outro bilhete definiu, “compradores não tradicionais”. Um vendedor empurrando uma das ofertas mais tóxicas do Goldman para um cliente coreano achou que poderia ampliar a venda, mas queria uma comissão melhor, “já que estamos forçando uma relação pessoal” [isto é, eu só ferro meus amigos se for bem pago por isso]. Sparks concordou.[13]

Uma das primeiras operações de faxina foi um CDO sintético de 2 bilhões de dólares chamado Hudson Mezzanine Funding 2006-1. A apresentação de vendas é quase totalmente enganadora. O objetivo do Goldman, afirmava, “é desenvolver uma associação de longo prazo com parceiros selecionados” criando “atraentes investimentos próprios”. O Goldman, alegava, tinha “incentivos alinhados com os dos investidores”. O material de oferta afirmava que “a mesa de CDO do Goldman Sachs pré-examina e avalia ativos para adequação de carteira … e revisa ativos individuais em conjunção com as respectivas mesas de negociação de hipotecas”. Verdade, em certo sentido – pois era a mesa de CDO que estava escolhendo os ativos dos quais eles queriam se livrar.[14] “Ativos tendo como fonte a Street. Hudson Mezzanine Funding não é um CDO de balanço.” Essa última afirmação, porém, era mentira. Foi feita para tranquilizar investidores que já haviam aprendido a ver com ceticismo bancos descarregando estoque ruim.[15]

Que era *exatamente* o que o Goldman estava fazendo. Quando o negócio foi executado, aplausos soaram pelo grupo de vendas – eles haviam produzido uma grande redução de risco e embolsado uma receita de 8,5 milhões de

dólares. Alguns meses depois, após se livrar de mais riscos por intermédio de outra venda, Sparks parabenizou a equipe por ter “estruturado como louca, viajado o mundo e se esfalfado para fazer uma limonada de alguns grandes limões velhos”.[16]

Mas o Goldman ainda tinha mais peças a pregar nos investidores do Hudson. Praticamente todos os títulos do Hudson foram rebaixados de modo severo em outubro de 2007, o que podia ser classificado como uma liquidação. Como agente da liquidação, o Goldman deveria vender os títulos pelo melhor preço disponível e supervisionar os acertos com os investidores. Em vez disso, disse aos investidores que iria postergar a liquidação até conseguir encontrar um agente mais experiente (!). O preço dos títulos continuou a despencar; instrumentos que valiam sessenta centavos de dólar em outubro só valiam dezesseis centavos em janeiro. Um gestor de ativos do Morgan Stanley[a] escreveu para o Goldman em fevereiro: “Nenhuma boa razão para esperar senão desvalorizar nossa posição. É uma vergonha … espero saber um dia a verdadeira razão de estarem fazendo isso comigo.” Bem, a verdadeira razão por trás disso era que o Goldman vendera os títulos *a descoberto*, então cada queda adicional do preço transferia mais riqueza dos investidores para o Goldman.[17]

E houve o Timberwolf, outro CDO sintético no montante de 1 bilhão de dólares – aquele imortalizado nas audiências do Senado e que gerou uma sugestão de pagar créditos de vendas “ginormes”. Eis uma troca de e-mails provocada por um bilhete das vendas dizendo que haviam acabado de fechar uma venda de parte do Timberwolf por 65% do seu valor original.

CORRETOR: Isso vale 10. Fede … Não quero isso no nosso balanço.

VENDAS: Não é tão ruim.

CORRETOR: Mkt de Cds acha que o negócio é o pior do ano … com sorte estão errados.[18]

A administração do Goldman ficou contente em se livrar disso. Um e-mail de 28 de março de 2007 para o grupo de vendas diz: “ótimo trabalho ... nos livrar de toda a nossa posição timberwolf single-a”.[19]

Em junho, com 300 milhões de dólares em ativos Timberwolf ainda por vender, Tom Montag, chefe de Dan Sparks, fez o comentário citado posteriormente nas audiências do Senado, escrevendo: “garoto, aquele timberwolf foi um negócio de merda.”[20] Mas, claro, o Goldman continuou vendendo.

Mais tarde, em setembro de 2007, Tourre pediu um negócio específico do Goldman que um possível cliente pudesse usar como estratégia de hedging. Dois corretores trocaram e-mails sobre os detalhes:

> CORRETOR 1: Qual classe exatamente
> CORRETOR 2: Não tenho certeza, uma que tenha ido de quase paridade em jan. até por volta de 15 agora.
> CORRETOR 1: Bem [Timberwolf] não existiu até 27/3/07. ... Eis a história básica. ...
> 31/3/07 94-12
> 30/4/07 87-25
> 31/5/07 83-16
> 29/6/07 75-00
> 31/7/07 30-00
> 31/8/07 15-00
> Atual 15-00
> CORRETOR 2: 27/3 – um dia que viverá na infâmia.[21]

Mas a pergunta de Tourre leva a outra coisa. Por que um cara de vendas quer anunciar um produto com um desempenho tão medonho?

De fato, por quê? Bem, não conhecemos o resto dessa conversa específica, mas há uma explicação muito lógica para o que Fabulous Fab estava fazendo. Ele e o Goldman queriam fazer negócios não apenas com tolos, mas também com pessoas espertas. Pessoas que estavam procurando coisas para vender a descoberto. Pessoas que queriam até que o Goldman as ajudasse a construir títulos

especificamente concebidos para fracassar. Pessoas como John Paulson.

A SEC começou a investigar a venda a descoberto de Paulson no final de 2008, mas apenas em 2009, com a publicação de *The Greatest Trade Ever*, de Greg Zuckerman, soube-se que o Goldman havia construído um negócio exatamente para Paulson ficar vendido. O Abacus 2007-AC1, conhecido como AC1 dentro do Goldman, era um cardápio de obrigações escolhidas por Paulson por serem particularmente ruins, em um mercado em que ruim era a média.

O negócio Paulson

Gestores de fundos estavam ficando vendidos no mercado imobiliário muito antes de John Paulson; vimos que o Morgan Stanley começou em 2004. Mas como o Morgan Stanley aprendera de maneira desalentadora, bolhas do mercado podem durar mais que os recursos dos investidores que apostam em queda, e à medida que o tempo passava e a bolha e seu inevitável colapso eram mais óbvios para as pessoas de dentro, se tornava mais caro ficar vendido em residenciais.

Paulson administrava vários fundos de hedge e tinha os recursos para perder dinheiro por um longo tempo. Mas, por mais convencido que estivesse do advento de uma "faxina de RMBS subprime", mesmo ele se preocupava com a falta de transparência e a complexidade dos títulos de hipoteca. Então Paulson investigou se um banco de investimento poderia projetar um *sob medida*, para que ele pudesse saber e até escolher com precisão o que iria entrar. Mesmo o Bear Stearns, não exatamente um exemplo de ética em negócios com hipotecas, recusou a proposta de Paulson, achando que seu pedido parecia "impróprio".[22] Como já vimos, o Bear Stearns se comportou de um modo

extraordinariamente antiético; mas embora eles não estivessem preocupados com a ética, temiam possíveis processos por fraude. Felizmente para Paulson, o Goldman não tinha tais escrúpulos.

O Fabulous Fab Tourre projetou o negócio, comunicando-o com investidores e supervisionando a preparação do material de vendas. Para tornar o negócio mais fácil de vender para investidores em posições cobertas, também conhecidos como babacas, Tourre precisava de um administrador independente supostamente responsável por selecionar os ativos de investimento. Em correspondências internas, corretores do Goldman se preocupavam que tal administrador não "concordasse com o tipo de nomes que Paulson quereria usar" ou se recusasse a "colocar seu nome em risco ... em uma carteira de baixa qualidade". A ACA Management LLC, que trabalhara como administradora em outros negócios do Goldman, ficou com o trabalho.[23]

A ACA nunca foi informada do verdadeiro objetivo da transação. Eles tinham consciência de que Paulson estaria envolvido no negócio, mas não que seu verdadeiro objetivo era apostar no fracasso. Paulson deu ao Goldman uma relação de 123 obrigações em que ele queria ficar vendido. A lista foi repassada à ACA, e houve reuniões entre a ACA, Paulson e o Goldman. Embora a ACA às vezes ficasse confusa com os nomes recomendados por Paulson, ou os nomes fortes que ele vetava, chegou-se a um acordo para uma carteira de noventa obrigações, incluindo 55 dos nomes originais de Paulson. Em certo momento das negociações, Tourre enviou um e-mail a um colega no Goldman: "Estou na reunião aca paulson, é surreal."[24]

Todo o material enfatizou com veemência o papel da ACA; nenhum mencionou o de Paulson. O marketing destacou os atrativos do negócio para o investidor que comprasse os títulos. O grosso do livro de vendas, por exemplo, é uma declaração de dezoito páginas sobre a capacidade de seleção de crédito da ACA. Algumas amostras: "seleção de

ativos ... baseada nos fundamentos de crédito"; "alinhamento do interesse econômico com o dos investidores"; nenhum dos "CDOs da ACA foi rebaixado". E muito mais do mesmo tipo, incluindo uma apresentação detalhada do processo de revisão de crédito muito rigoroso da ACA.[25]

O negócio final foi outro CDO sintético, o Abacus 2007-AC1, de 2 bilhões de dólares, no qual a maioria dos títulos de referência havia sido especialmente selecionada em função de sua má qualidade. Graças à mágica das agências de classificação, a maioria dos títulos tinha classificação AAA. O Goldman afirmou depois ter perdido 90 milhões de dólares na transação. Isso parece improvável, pois os próprios documentos internos do banco afirmam que eles não correriam qualquer risco no negócio. Mas talvez até mesmo o Goldman fosse algumas vezes enganado por seus próprios funcionários. Talvez o Goldman não tenha conseguido vender tudo, tenha sido pressionado a recomprar uma parte ou tido alguma forma de responsabilidade nas perdas.[26]

O cliente-alvo era o IKB Industrie Deutschebanke AG. Era um típico dinheiro idiota – um pequeno banco com sede em Düsseldorf. O IKB era um comprador entusiasmado de mercados de CDO, e o fundo de hedge financiado por ele, o Rhinebridge Capital, foi um dos primeiros a quebrar no verão de 2007. O IKB comprou 150 milhões dos títulos classificados AAA em abril.

Bem antes do final do ano o AC1 praticamente não valia nada, e o Goldman de modo geral transferiu todos os 150 milhões de dólares do IKB para Paulson. Depois, por intermédio de complexos negócios paralelos, parte da posição comprada se tornou responsabilidade do Royal Bank of Scotland. A ACA quebrou no final do ano, e no começo de 2008 foram feitos acordos parciais, parte dos quais provavelmente foram para o Goldman, e do Goldman para Paulson. Em agosto de 2008 o Royal Bank of Scotland fez um acordo de 841 milhões de dólares com o Goldman por

sua parte do negócio fracassado, que também teriam ido para Paulson.[27]

A SEC iniciou em sigilo uma investigação do negócio Paulson em agosto de 2008, e em abril de 2010 apresentou uma acusação de fraude cível em corte federal – sua primeira e única tentativa de punir o Goldman Sachs por seu comportamento durante a bolha e a crise. Após declarar que não havia feito nada de errado, o Goldman acertou um acordo em julho de 2010, concordando com uma multa de 550 milhões de dólares. No acordo o Goldman estipulou que foi "um equívoco" afirmar que a ACA havia escolhido a carteira "sem revelar o papel de Paulson & Co. ... O Goldman lamenta que o material promocional não tenha incluído essa informação".[28]

Antes de passarmos para as apostas realmente sérias do Goldman com a AIG, devemos observar de maneira breve que, por mais lamentável que tenha sido o comportamento de Goldman e Paulson, eles decididamente não estavam sós. O Deutsche Bank e vários outros grandes bancos de investimento trabalharam com Paulson, assim como vários outros grandes fundos de hedge, para montar negócios similares com resultados similares. Contudo, seria surpreendente ver a SEC indo atrás do Deutsche Bank, já que desde que Obama assumiu o governo o diretor de fiscalização da SEC é Robert Khuzami, que foi conselheiro-geral do Deutsche Bank para as Américas durante a bolha. (Mas de certa forma era possível ser elegante – ele poderia demitir a si mesmo, intimar a si mesmo, processar a si mesmo e fazer um acordo consigo mesmo.)

Quanto aos outros fundos de hedge que se comportaram como Paulson, os dois mais conhecidos são o Magnetar e o Tricadia.

O negócio Magnetar

O Magnetar é um fundo de hedge de Chicago que desenvolveu uma estratégia similar à de Paulson. A breve apresentação aqui é baseada em uma excelente investigação da ProPublica e uma análise mais técnica no livro de Yves Smith *Econned*.[29]

No negócio Abacus do Goldman Sachs que acabamos de discutir, Paulson não assumiu nenhuma posição comprada; simplesmente comprou do lado descoberto, o que bastou a ele para ganhar rios de dinheiro quando os títulos ficaram inadimplentes. Mas o Magnetar, e algumas vezes também Paulson em seus negócios com o Deutsche Bank, fez algo ainda mais esperto. Eles descobriam, ou ajudavam a construir, negócios realmente ruins, e compravam a posição vendida de quase todos. Mas depois, de forma aparentemente paradoxal, também compravam a posição *comprada* do dito ativo – a parte de pior qualidade de todo o negócio, e a primeira a quebrar. Por que fariam isso?

Porque estavam lidando, de uma forma muito mais esperta, com o mesmo problema que o pobre Howie Hubler enfrentara no Morgan Stanley. Até que os títulos realmente quebrem o cara do lado da venda a descoberto de um CDO sintético tem de continuar a fazer os pagamentos ao investidor da posição comprada. Isso pode se tornar caro. O Magnetar (e algumas vezes Paulson) cobria esses pagamentos com as altíssimas taxas de juros (com frequência de 20% ao ano, às vezes ainda mais) pagas pelo ativo. O que Paulson e o Magnetar compreenderam, e o Morgan Stanley não, era que bolhas com frequência duram muito tempo, mas o colapso normalmente é rápido e completo. Então o ativo continuaria pagando juros e cobrindo os custos das grandes posições vendidas a descoberto de Paulson e do Magnetar até que se desse o colapso. Então, sim, o ativo quebraria primeiro, mas esperava-se que tudo mais se seguisse depressa. Essa estratégia tinha a vantagem adicional de disfarçar suas

verdadeiras intenções, pelo menos para investidores ingênuos.

Os retornos foram enormes; esse não era um negócio pequeno. Um executivo de um banco europeu que administrava alguns dos negócios do Magnetar disse:

> Se você me falasse de um grande corretor/negociante com um grupo de subscrição de CDO ativo que "não" trabalhasse com o Magnetar ... isso me surpreenderia. ... Enxague e repita. Os créditos não importavam, nem os administradores que eles contrataram. ... Quando as contas batessem eles recarregariam o negócio.[30]

Em um raro erro de Jamie Dimon, o JPMorgan Chase estava altamente envolvido em estruturar um desses negócios, chamado Squared, e por causa disso perdeu dinheiro. O comportamento do Magnetar era muito similar ao de Paulson com o Abacus. O Magnetar ajudou a escolher os ativos que compuseram o Squared com a intenção de apostar contra eles. O JPMorgan Chase estruturou o negócio e depois vendeu pedaços dele sem contar aos clientes que o pacote havia sido montado para fracassar, ou que o Magnetar estava envolvido. Mas o JPMorgan Chase não vendeu o suficiente do negócio, e consequentemente perdeu 880 milhões de dólares.

O Magnetar botou na rua trinta negócios, *cada um* na faixa de 1 bilhão de dólares a 1,5 bilhão. Estimativas muito grosseiras sugerem que os pagamentos pela posição vendida deste único fundo de hedge podem ter financiado um quarto do mercado de títulos de hipoteca subprime em 2006. Banqueiros de investimento (do tipo Fabulous Fab) embolsaram grandes taxas por ajudar a estruturar os negócios e colocar o Magnetar em contato com os tolos contra os quais apostou. O Magnetar era composto de alguns caras espertos que descobriram uma forma de transformar esterco financeiro e os tolos que os possuíam em bilhões para eles mesmos. Se por acaso facilitavam outros 100 bilhões ou 200 bilhões de empréstimos e

investimentos idiotas, bem, isso não era problema deles.[b] A história do Tricadia é muito similar.

Mas agora, de volta ao Goldman, porque o melhor truque ainda não foi mostrado.

Goldman Sachs e AIG

Depois de ter vendido seu entulho para vários tolos, o Goldman conscientemente colocou o sistema financeiro global em risco. Ele havia tratado a AIG como um babaca tão grande enquanto apostava a descoberto no mercado de hipotecas que em 2008 *sabia* que apenas suas apostas podiam precipitar a quebra da AIG. E o que o Goldman fez em relação a *isso*? Pressionou ainda mais, ao mesmo tempo que *ficava vendido para a AIG*, claro. E enquanto fazia isso ligava para seu parceiro e antigo CEO, Henry Paulson, também conhecido como secretário do Tesouro, para alertá-lo de que a merda estava prestes a cair no ventilador? Não, eles aparentemente se esqueceram de fazer isso.

Embora nenhuma empresa ou órgão do governo isolados conhecessem toda a extensão das exposições do mercado, ou mesmo da AIG, o Goldman estava em uma posição muito melhor que a da maioria, por várias razões. Primeiro, o Goldman vendera 17 bilhões de dólares dos 62 bilhões em CDOs de hipotecas que a AIG segurara por intermédio de seu negócio londrino de credit default swaps, a AIG Financial Products.[31] Em alguns casos, o Goldman encaminhara investidores à AIGFP, para que o seguro de CDS ajudasse a tranquilizar potenciais investidores de que os CDOs do Goldman eram essencialmente sem riscos. Em alguns casos o Goldman tinha até mesmo o direito de trocar as hipotecas que garantiam esses títulos após sua venda, e houve alegações de que o Goldman usou essa possibilidade de maneira deliberada para descarregar ainda mais de seus ativos tóxicos. Essa possibilidade dava ao Goldman ainda

mais informação e controle sobre o desempenho de seus CDOs e, portanto, também dos CDS da AIGFP. Mas, em segundo lugar, o Goldman também era um enorme comprador direto de proteção de CDS da AIG, em alguns casos dos mesmos títulos que havia vendido antes. (Alguns dos CDOs do Goldman se revelaram os piores na carteira de CDS da AIG.) Em terceiro lugar, o Goldman também havia criado e vendido parte dos 75 bilhões de dólares em CDOs de hipotecas que outra parte da AIG, as divisões de investimento em títulos e empréstimos, havia comprado de forma tola, e que começaram a perder valor em ritmo acelerado. Em quarto, à medida que a bolha murchava, o Goldman sabia que a AIG estava sendo rapidamente enfraquecida por cobranças de dinheiro dos detentores dos CDS do segurador. O Goldman sabia disso melhor que qualquer um, porque, como já vimos, era a empresa de Wall Street mais agressiva em rebaixar seus ativos tóxicos. Como ele os rebaixara antes dos outros, era, portanto, o primeiro e mais agressivo a exigir dinheiro da AIG com base nessas desvalorizações. O Goldman sabia que apenas as suas cobranças poderiam chegar com rapidez a dezenas de bilhões de dólares. E, por fim, a organização de pesquisa de ativos do Goldman também cobria a AIG, e regularmente fornecia relatórios de pesquisa de sua condição financeira.

A partir de 2007, quando o Goldman estava implantando em massa sua posição vendida, logo comprou da AIGFP mais de 20 bilhões de dólares em proteção de CDS para títulos de hipotecas e índices relacionados. A proteção era barata de comprar, pois os títulos ainda eram altamente cotados e marcados como valor pleno ou perto disso, tanto no mercado em geral quanto nos livros contábeis do próprio Goldman. Contudo, pouco depois, tendo garantido a proteção de CDS, o Goldman deu início a rebaixamentos agressivos do valor dos títulos – e a cada rebaixamento logo exigia da AIG pagamentos correspondentes em dinheiro. Em fevereiro de 2008, em parte como resultado das cobranças

do Goldman, a AIG foi obrigada por seu auditor externo cada vez mais em pânico a anunciar perdas e também uma “fraqueza material” em sua contabilidade relativa à avaliação de sua carteira de CDS. Ao longo de 2008 o Goldman acelerou de modo radical as cobranças, levando a disputas ferozes entre Goldman e AIG sobre o valor dos títulos e, portanto, o volume dos pagamentos devidos.

Em meados de 2008, e talvez mesmo antes, o Goldman sabia que apenas suas exigências de pagamento de CDS já podiam facilmente levar a AIG ao colapso. Iriam se somar a isso mais perdas de outros títulos de propriedade da AIG e/ou segurados pela divisão de CDS da AIG. O Goldman tinha um conhecimento bem mais detalhado de muitos desses títulos, e da probabilidade de que quebrassem, do que a AIG, porque o Goldman os criara e vendera. Com toda essa informação, o Goldman sem dúvida alguma sabia que a AIG estava em apuros. Mas não alertou as autoridades, muito menos seus clientes ou a AIG, ele *entrou* em ação. Em primeiro lugar, ficou cada vez mais agressivo ao exigir pagamentos dos seus CDS, para arrancar seu dinheiro antes dos outros e da quebra da AIG. Depois, gastou cerca de 150 milhões de dólares comprando 2,5 bilhões em proteção de CDS *contra a AIG*, que receberia no caso de um calote ou falência da seguradora. No mínimo isso isolava o Goldman do risco; e dependendo dos termos precisos do contrato e dos acontecimentos, poderia mesmo dar ao Goldman incentivos para *causar* a quebra da AIG. Se, por exemplo, o Goldman fosse inteiramente remunerado por seus CDS de hipotecas imediatamente antes de a AIG ir à falência, ele na verdade ganharia mais dinheiro com a falência ou o medo da falência da AIG do que com sua saúde financeira. E, no final, foi quase isso o que aconteceu, embora o Goldman não pudesse ter previsto com antecedência.

Apenas em 18 de agosto de 2008 um analista de pesquisa do Goldman Sachs divulgou o primeiro comentário público do banco sobre a natureza catastrófica da situação da AIG.

O relatório dizia que a AIG era um grande risco de crédito, provavelmente a ser rebaixado e necessitando de forma dramática levantar capital adicional. Bem, o Goldman devia saber. Em 12 de setembro de 2008, pouco antes do colapso, a AIG *já* havia sido obrigada a pagar 18,9 bilhões de dólares em seus CDS de hipotecas – dos quais 7,6 bilhões, mais de 40%, haviam ido direto para o Goldman, que estava exigindo ainda mais. Então, alguns dias depois, após pagar ao Goldman mais várias centenas de milhões de dólares, a AIG ficou sem dinheiro e quebrou. Foi resgatada com 85 bilhões de dólares em "empréstimos" que deram ao governo federal 79,9% da propriedade da seguradora.[32]

Pouco depois, por determinação do Departamento do Tesouro e do Federal Reserve de Nova York, a AIG usou mais de 60 bilhões do dinheiro do resgate para pagar integralmente a detentores de seus CDS de hipotecas, em contratos que também a impediam de depois processar qualquer um por fraude. O Goldman recebeu 14 bilhões. Desde então o Federal Reserve de Nova York e o Departamento do Tesouro, nos governos Bush *e* Obama, resistiram de modo feroz a fornecer informações sobre esses pagamentos e os termos dos contratos. Ironicamente, foi a nova administração da AIG que pressionou pela liberação de informações.

Não se sabe o que o Goldman fez com sua proteção de 2,5 bilhões de dólares em CDS da AIG, mas é quase certo que a vendeu com um lucro significativo, provavelmente acima de 1 bilhão, em algum momento no final de 2008 ou começo de 2009.

Em abril de 2010, após o processo da SEC e de uma investigação do Senado, o Subcomitê de Investigações do senador Carl Levin realizou audiências sobre o comportamento do Goldman, concentrando-se na estratégia de venda a descoberto de 2006-2007. Eis alguns trechos, começando com o depoimento do corretor-chefe de hipotecas Dan Sparks. Eles dizem tudo; como vários dos

senadores notaram, as testemunhas provaram ser chocantemente confusas e mal informadas, com lembranças muito ruins dos negócios que estavam conduzindo tão bem e sobre os quais haviam sido tão precisas e impiedosamente claras em suas comunicações internas.

SENADOR LEVIN: Vocês também não têm o dever de revelar ao seu cliente um interesse oposto? Não têm esse dever?

SR. SPARKS: Sobre?

SENADOR LEVIN: Se vocês têm um interesse oposto ao do seu cliente, não têm a obrigação de revelar isso ao cliente?

SR. SPARKS: A pergunta é sobre a posição da empresa ou a posição da nossa mesa?

SENADOR LEVIN: Se vocês têm um interesse oposto ao dos seus cliente quando estão vendendo algo a eles, vocês têm a responsabilidade de contar aos clientes sobre seu interesse oposto?

SR. SPARKS: Sr. presidente, estou apenas tentando entender o que significa interesse oposto…

SENADOR LEVIN: Não, acho que o senhor entende. Acho que não quer é responder.

Um pouco depois:

SENADOR LEVIN: Estou apenas pedindo, olhe para o parágrafo de baixo, as duas últimas linhas. “[F]remont [um emprestador de subprime fornecendo empréstimos ao Goldman] se recusou a fazer previsões, então realmente não conseguimos nada deles sobre os pacotes de bosta que estão circulando agora.” Está vendo isso?

SR. SPARKS: Sim, senhor.

SENADOR LEVIN: Certo. Agora, estava consciente da reputação ruim da Fremont na época?

SR. SPARKS: Esse e-mail…

SENADOR LEVIN: O senhor lembra se estava consciente na época da reputação ruim deles? Lembra?

SR. SPARKS: Se eles tinham uma reputação ruim em novembro?

SENADOR LEVIN: Sim, com altas taxas de inadimplência.

SR. SPARKS: A Fremont produzia empréstimos subprime. As pessoas entendiam isso.

SENADOR LEVIN: Sim ou não, estava consciente da reputação ruim deles e da alta taxa de inadimplência?

SR. SPARKS: Não me lembro da época.

E depois:

SENADOR LEVIN: Veja o que sua equipe de vendas estava dizendo sobre Timberwolf: “Cara, esse Timberwolf foi um negócio de merda.” Eles venderam esse negócio de merda.

SR. SPARKS: Sr. presidente, esse e-mail foi do chefe da divisão, não da força de vendas. Isso foi…

SENADOR LEVIN: De quem quer que tenha sido, é um documento interno do Goldman.

SR. SPARKS: Foi um e-mail para mim no final de junho.

SENADOR LEVIN: Certo. E você vendeu…

SR. SPARKS: Depois da transação.

SENADOR LEVIN: Não. Você também vendeu Timberwolf depois.

SR. SPARKS: Fizemos negócios depois disso.

SENADOR LEVIN: Sim, certo. Os negócios depois…

SR. SPARKS: Um pouco de contexto pode ajudar.

SENADOR LEVIN: O contexto, deixe-me dizer, o contexto é enormemente claro. O dia 22 de junho é a data deste e-mail: “Cara, esse Timberwolf foi um negócio de merda.” Quanto desse negócio de merda você vendeu para seus clientes depois de 22 de junho de 2007?

SR. SPARKS: Sr. presidente, não sei a resposta para isso, mas o preço teria refletido os níveis que eles queriam investir na época.

SENADOR LEVIN: Você não disse a eles que achava que era um negócio de merda? sr. sparks: Bem, eu não disse isso.

E David Viniar, o CFO:

SENADOR LEVIN: Se o seu funcionário acha que é uma bosta, que é um negócio de merda, o senhor acha que o Goldman Sachs deveria estar vendendo isso a seus clientes, no momento em que vocês estavam do outro lado apostando contra ele? Acho que é um conflito de interesses muito claro, e acho que temos de lidar com isso. Aparentemente o senhor não.

SR. VINIAR: Não necessariamente acho que é…

SENADOR LEVIN: E quando o senhor ouviu que seus funcionários nesses e-mails e olhando esses negócios disseram: “Deus, que negócio de merda”, “Deus, que bosta”, quando o senhor ouviu seus próprios funcionários ou leu sobre isso nos e-mails o senhor sentiu algo?

SR. VINIAR: Acho que é uma grande infelicidade ter isso em um e-mail. [Risos.]

SENADOR LEVIN: Em um e-mail?

SR. VINIAR: Por favor, não me entenda mal.

SENADOR LEVIN: E quanto a pensar isso?

SR. VINIAR: Acho que é uma grande infelicidade qualquer um ter dito isso de qualquer forma.

E finalmente temos o sr. Blankfein, o CEO:

SENADOR LEVIN: Acha que eles sabem que o senhor pensa que algo é uma bosta quando vende a eles e depois aposta contra? Acha que eles sabem isso?

SR. BLANKFEIN: Mais uma vez, não sei quem são "eles", e…

SENADOR LEVIN: Já passamos por isso hoje.

SR. BLANKFEIN: Não, eu sei. Eu sei, senador, e houve e-mails isolados que foram selecionados e algumas pessoas pensaram algo. Mas vou lhe dizer…

SENADOR LEVIN: Estou apenas fazendo uma pergunta. O senhor acha que se seu pessoal considera algo uma bosta, vai para a rua, vende isso e depois sua empresa aposta contra, o senhor acha que merece sua confiança?

SR. BLANKFEIN: Senador, quero deixar claro uma coisa. Quando diz que vendemos algo e depois nosso cliente apostou contra…

SENADOR LEVIN: Não. Vocês apostaram contra.

SR. BLANKFEIN [*continuando*]: Nós apostamos contra, nós somos os titulares. O ato de vender algo é que nos dá a posição oposta à do cliente. Se o cliente nos pede um lance e nós compramos dele, no minuto seguinte somos donos. Ele não. Se ele pede para comprar de nós, no minuto seguinte ele é dono e nós não. Podíamos cobrir esse risco. Mas a natureza do negócio e da negociação de valores é que somos o outro lado do que nossos clientes querem fazer.

SENADOR LEVIN: Quando vocês vendem algo a um cliente, eles pensam, presumivelmente, que vocês se livraram disso e não está mais em seu estoque.

SR. BLANKFEIN: Não necessariamente.

SENADOR LEVIN: … Não há um conflito quando vocês vendem algo a alguém e então ficam determinados a apostar contra o mesmo título e não revelam isso à pessoa para a qual estão vendendo? O senhor vê um problema?

SR. BLANKFEIN: No contexto da negociação de valores isso não é um conflito.

Mais tarde:

SENADOR LEVIN: Não acredita que é relevante para um cliente seu, para o qual estão vendendo um título, saber que vocês estão apostando contra esse mesmo título. O senhor simplesmente não acha que isso é relevante e precisa ser revelado. É isso?

SR. BLANKFEIN: Sim, e a pessoa que está vendendo em nossa empresa sequer saberia qual é a posição da empresa e…

SENADOR LEVIN: Ah, sim, elas sabiam.

SR. BLANKFEIN: Senador, temos 35 mil funcionários e milhares de corretores negociando valores em nossa empresa. Eles podem ter uma ideia, mas podem não ter uma ideia.

SENADOR LEVIN: Eles têm uma ideia, mais que uma ideia nestes casos. Mas deixando isso de lado, o que acha de vender títulos que seu próprio pessoal considera uma bosta? Isso o incomoda?

SR. BLANKFEIN: Acho que eles – novamente, hipoteticamente…

SENADOR LEVIN: Não, isto é real.

SR. BLANKFEIN: Bem, então eu não...

SENADOR LEVIN: Ouvimos isso hoje. É um negócio de merda. Isto é bosta.

SR. BLANKFEIN: Bem, senador...

SENADOR LEVIN: Quatro ou cinco exemplos. Qual sua reação a isso?

SR. BLANKFEIN: Acho que há muitas opiniões sobre qual será o desempenho de um título em comparação com o seu mercado.

Um pouco depois:

SENADOR LEVIN: E quando vocês vendem a descoberto, acha que isso deveria ser revelado? Quando vocês estão apostando contra o mesmo título que estão vendendo, acha que isso deveria ser revelado? Sim ou não?

SR. BLANKFEIN: Senador, o senhor continua usando a expressão "apostando contra"...

SENADOR LEVIN: Sim. Vocês estão vendendo a descoberto e mantêm essa posição. Pretendem manter isso. Isso é uma aposta contra aquele título...

SR. BLANKFEIN: Se alguém comprou...

SENADOR LEVIN [*continuando*]: ter sucesso.

SR. BLANKFEIN: Como negociador de valores...

SENADOR LEVIN: Não, apenas responda minha pergunta.

SR. BLANKFEIN: Eu tenho de ser capaz de...

SENADOR LEVIN: Não, apenas responda minha pergunta. Em um negócio no qual vocês vendem títulos e pretendem ficar vendidos nesse negócio, que foi o que aconteceu aqui em muitos desses negócios, o senhor acha que têm uma obrigação de dizer à pessoa à qual estão vendendo esse título nesse negócio que vocês estão vendidos, no lado oposto do negócio?

SR. BLANKFEIN: Que não iremos cobri-lo no mercado?

SENADOR LEVIN: Que é...

SR. BLANKFEIN: Bem, não...

SENADOR LEVIN: Que vocês pretendem manter essa posição vendida. Não para sempre. É sua intenção manter essa posição vendida.

SR. BLANKFEIN: Não, não acho que devemos dizer a eles. Eu sequer sei se nós mesmos saberíamos o que iríamos fazer. Mesmo se tivéssemos pretendido...

SENADOR LEVIN: Eu disse, quando pretendem manter a posição vendida.

SR. BLANKFEIN: Não acho que faríamos... Não acho que revelaríamos isso, e não sei... De novo, intenção para um negociante de valores é muito...

Não é maravilhoso quão confusa uma pessoa pode ficar ao depor no Congresso? Mas chega do Goldman. Vamos cuidar do governo.

Seus impostos trabalhando

O modo como o governo Bush lidou com a crise emergente foi bizarro e assustador mesmo quando competente, o que foi raro. Por um lado o ano de 2008 foi marcado por uma preocupação indiscutivelmente profunda e sincera com a estabilidade financeira por parte de Henry Paulson e Ben Bernanke, que trabalharam de forma desumana para impedir o colapso global. Mas a reação do governo também foi marcada por uma chocante ignorância das causas, da severidade e das consequências da crise por parte dos mesmos Henry Paulson e Ben Bernanke; por um presidente totalmente ignorante que fazia Jimmy Cayne no campo de golfe parecer um microgerenciador obcecado com detalhes; pela total negligência do governo Bush em relação aos efeitos do comportamento do setor financeiro e do governo sobre a parcela mais baixa de 99,9% da população; e por elites do setor financeiro oscilando entre medo e cobiça.

Mas precisamos fazer uma pausa para agradecer que a crise não tenha ocorrido no mandato de Alan Greenspan ou, pior, no de John Snow, que foi secretário do Tesouro de 2003 até meados de 2006. O sr. Snow não é um idiota no sentido acadêmico estrito; tem um doutorado em economia e é formado em direito. Mas tinha zero experiência profissional em finanças, e parece ter sido muito aético e/ou impressionantemente ausente. Após seu trabalho acadêmico ele se tornou advogado e depois secretário-assistente de Transportes, e a seguir CEO da CSX, uma empresa ferroviária, de onde George W. Bush o tirou para comandar o Tesouro.

Não há evidências de que Snow tivesse a mínima pista da existência de uma bolha. Ele pediu demissão em 2006 apenas por ter sido revelado que não pagara impostos sobre 24 milhões de dólares de renda que recebera da CSX, que perdoara um empréstimo gigantesco que a empresa lhe concedera. Após deixar o Tesouro, Snow se tornou

presidente do conselho do Cerberus Capital Management, um enorme fundo de private equity. O Cerberus também emprega o ex-vice-presidente Dan Quayle, e várias das empresas em sua carteira foram beneficiadas por contratos que dependiam de influência política. Mas a principal marca dos primeiros novos grandes investimentos do Cerberus sob o sr. Snow não foi corrupção; foi idiotice de tirar o fôlego. O Cerberus comprou metade do GMAC, braço financeiro da General Motors, e 80% da Chrysler. Ambos quebraram imediatamente após a eclosão da crise, engolindo a maior parte do investimento do Cerberus em meados de 2009 e exigindo 20 bilhões de dólares em ajuda federal de emergência.

Mas não foi bom mesmo sob Bernanke e Paulson. Eles continuaram a negar a existência de uma bolha ou uma crise potencial até o amargo fim, e por dois anos Bernanke sustentou a recusa de Greenspan em regulamentar o setor de hipotecas. Apenas no final de 2007 o Federal Reserve esboçou uma regulamentação segundo a lei Hoepa de 1994, e essa regulamentação não foi publicada até meados de 2008, quando era um pouco tarde demais. No início de 2008 alertas de uma crise iminente estavam por toda parte. Além da apresentação de Bill Ackman em meados de 2007 e do artigo de Allan Sloan na *Fortune* em outubro do mesmo ano, houve alertas do economista da NYU Nouriel Roubini; o livro *O crash de 2008*, de Charles Morris, publicado em fevereiro de 2008; alertas verbais da liderança do FMI, incluindo seu então diretor administrativo, Dominique Strauss-Kahn; e alertas de Christine Lagarde (então ministra da Economia e Finanças da França e depois sucessora de Strauss-Kahn no FMI) nas reuniões do G-8 em fevereiro de 2008.

Em uma conversa particular recente comigo, um executivo financeiro sênior observou que os executivos do Goldman Sachs têm um histórico decididamente irregular quando operando fora do Goldman Sachs. Citando Jon Corzine no MF Global, Robert Rubin no Citigroup e John

Thain no Merrill Lynch, além do sr. Paulson, esse executivo comentou que esses homens foram preparados para atuar como corretores e administradores em um universo rigidamente estruturado, mas não para pensar sobre questões estruturais e conceituais em grande escala, ou para lidar com organizações bem mais confusas do que o Goldman. Não sei se isso explica a despreocupação de Paulson. Mas até em encontros particulares com seus pares, e mesmo já em meados de 2008, ele estava chocantemente despreocupado com a crise iminente.

Assim, Paulson e Bernanke em grande medida escaparam da condenação que merecem, talvez por gratidão por seu indubitável sangue-frio e compromisso assim que teve início o período mais agudo da crise, em setembro de 2008. Na maioria dos casos eu não criticaria retrospectivamente a maioria de seus atos durante aquelas semanas caóticas, psicóticas, aterrorizantes de setembro e outubro de 2008. Mas seu comportamento anterior e posterior são outra questão. E mesmo algumas das decisões tomadas durante o período da crise revelam uma capacidade de permanecer serenos e cuidadosos quando os interesses dos banqueiros de investimentos, ou os seus próprios, estavam em jogo.

Bernanke era um acadêmico de carreira que nunca tinha feito outra coisa até ser nomeado para o Conselho do Federal Reserve em 2002. Ele claramente demonstrava habilidades diplomáticas e políticas, mas nunca tivera qualquer experiência como banqueiro ou autoridade econômica antes de ingressar no Fed. Só se tornou presidente do Conselho do Federal Reserve no começo de 2006, no momento em que a bolha chegava ao auge. Durante a crise Bernanke parece ter deixado tudo nas mãos de Paulson e obedecido às suas ordens, quase sem exceção.

Paulson com certeza tinha uma experiência muito impressionante, mas também uma carreira levemente peculiar e um tanto desagradável. Ele teve uma juventude americana típica de cidade pequena em Illinois; foi

escoteiro, jogou futebol americano e foi um devoto da ciência cristã. (Em suas memórias com frequência seletivas, desonestas e utilitaristas, À *beira do abismo financeiro*, Paulson se dá o trabalho de defender a postura de sua religião em relação aos cuidados de saúde.) Mas em 1972-73 Paulson foi assistente pessoal do conselheiro da Casa Branca e assistente para assuntos internos John Ehrlichman, outro devoto da ciência cristã, durante o período em que este estava trabalhando com afinco para esconder suas atividades altamente criminosas no caso Watergate. Não sabemos o que Paulson viu ou ouviu no escritório, mas no começo de 1973 havia claras evidências de que Ehrlichman fizera algumas coisas bastante feias, incluindo comandar operações secretas de invasão e sabotagem política e ajudar a encobrir Watergate. Mas Paulson continuou a trabalhar para Ehrlichman. Sob pressão cada vez maior, Nixon forçou seu assessor a pedir demissão em abril de 1973, e Ehrlichman foi condenado por conspiração, obstrução da justiça e perjúrio em 1975.

Paulson ingressou no Goldman Sachs em 1974, trabalhou duro e subiu rápido, tornando-se diretor de operações e depois CEO em 1999, após organizar um golpe que levou à saída de seu antecessor Jon Corzine. Considerando o histórico de Paulson, parece muito difícil acreditar que ele não tinha noção da natureza crescentemente desonesta e doentia dos CDOs de hipotecas do Goldman em 2004-2006, auge da bolha. Quando Paulson deixou o Goldman em maio de 2006 ele havia emitido dezenas de bilhões de dólares em títulos de hipoteca cada vez mais tóxicos, e tivera muitos negócios com vários dos piores emprestadores. Apenas sete meses após a partida de Paulson o Goldman começou a grande jogada a descoberto.

Paulson também parece ter apoiado, e em vários casos defendido, os muitos esforços de desregulamentação do Goldman e do setor ao longo dos anos 1990 e 2000. Entre eles estiveram revogar a lei Glass-Steagall, eliminar a

regulamentação de derivativos OTC, enfraquecer a exigência de transparência para CDOs de hipoteca (por intermédio de uma carta conjunta à SEC assinada por executivos do Goldman e do Morgan Stanley em 2004), relaxar as restrições da SEC à alavancagem dos bancos de investimento em 2004 e sustentar a antiga recusa do Federal Reserve a regulamentar o setor de hipotecas. Como secretário do Tesouro, Paulson também fez campanha para reduzir o poder e os recursos da SEC.

Enquanto a escuridão aumentava em 2007 e 2008, nem Paulson nem Bernanke fizeram qualquer esforço efetivo para criar um processo de monitoramento sistemático do sistema financeiro – o que, claro, teria produzido uma resistência feroz do antigo empregador do sr. Paulson e de outros no setor. Para fazer justiça a Paulson e Bernanke, eles herdaram um sistema de regulamentação muito ultrapassado e enfraquecido. Mas em grande medida isso foi resultado de suas próprias ações para torná-lo inviável – Bernanke no conselho do Federal Reserve, depois na equipe de Bush na Casa Branca e finalmente como presidente do conselho do Fed, e Paulson enquanto dirigia o Goldman Sachs, que fez um lobby feroz e constante por cada vez menos controle.

A combinação dos estímulos do setor ao segredo, ou mesmo à desinformação, poucas exigências de transparência, a progressiva inviabilização do sistema de controle e a própria ignorância e/ou desonestidade de Bernanke e Paulson produziram um coquetel extremamente destrutivo. De fato, uma clara lição da crise é que quase ninguém no setor financeiro tinha incentivo para ser honesto ou alertar as autoridades – não aqueles que jogavam com o sistema, não a maioria dos que apostavam em seu colapso, nem mesmo aqueles prestes eles mesmos a entrar em colapso. À medida que 2008 avançava, Paulson, Bernanke e o mundo inteiro foram repetidamente surpreendidos por acontecimentos que poderiam ter sido

previstos e que, em alguns casos (como o colapso do mercado de CDO e o da AIG), de fato *foram* previstos – em especial pelo Goldman Sachs, os fundos de hedge que apostavam contra o mercado de hipotecas e vários economistas. Mas uma avaliação precisa e a administração desses acontecimentos dependiam de fatos que Paulson e Bernanke pareceram nunca conhecer. Como as várias narrativas da crise deixam claro, Paulson e Bernanke não foram informados com mais de dois ou três dias de antecedência da quebra iminente de grandes instituições financeiras como Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, AIG, Washington Mutual e Citigroup. O mesmo é verdade para terremotos no mercado de papéis comerciais e nos fundos de curto prazo. Na maioria dos casos esses acontecimentos poderiam ter sido previstos bem mais cedo.

A consequência seguinte do intencional vácuo de informações de Paulson e Bernanke foi que eles praticamente não fizeram qualquer planejamento ou análise do que iria acontecer se grandes empresas de fato quebrassem. Quando o Lehman Brothers faliu, por exemplo, nem Paulson nem Bernanke sabiam que as leis britânica e japonesa exigiam que os ativos das subsidiárias locais do Lehman fossem bloqueados, impedindo os clientes de retirar seu dinheiro. Nem compreenderam que a falência do Lehman produziria grandes efeitos imediatos nos mercados de papéis comerciais e nos fundos de curto prazo que tinham um grande volume de dívida de curto prazo do banco.

Sua falta de preparo foi agravada pela completa incompetência ou inexperiência de muitos altos funcionários do governo. Christopher Cox, o presidente da SEC, era um ex-advogado empresarial e deputado republicano sem experiência anterior em serviços financeiros ou como autoridade na área. Ele também teve graves problemas de saúde durante o período final da bolha, tendo sido submetido a uma cirurgia para remoção de um câncer em

janeiro de 2006. Cox destruíra as divisões de monitoramento de risco e aplicação da lei da SEC, que sob sua presidência não iniciaram um único processo relacionado à bolha das hipotecas. Mas ele não estava só.

Em meu filme apresento trechos de minha entrevista com Frederic Mishkin, um dos sete membros do conselho do Federal Reserve de setembro de 2006 até agosto de 2008. (Ou melhor, um dos poucos membros do conselho; durante boa parte do período da crise, dois e algumas vezes três lugares no conselho do Fed permaneceram desocupados.) Mishkin pediu demissão a partir de 31 de agosto de 2008, duas semanas antes do colapso de Lehman, Merrill Lynch e AIG, e não se sabe se é o caso de sentir ultraje ou gratidão. O histórico dele é uma chocante litania de estupidez e eventual desonestidade, variando de sua defesa remunerada de bancos islandeses fraudulentos em 2006 até não ter conhecimento das altas classificações de crédito ainda ostentadas por grandes bancos à beira do colapso em setembro de 2008.

Em julho de 2007 Paulson recrutou na equipe da Casa Branca David McCormick, que também entrevistei para meu filme, como subsecretário de relações internacionais do Departamento do Tesouro. Foi uma escolha muito estranha, talvez concebida para garantir que Paulson não tivesse concorrência nos palcos internacionais. Eu conhecia David McCormick ligeiramente havia muito tempo, embora não tenhamos conversado desde o lançamento do meu filme *Trabalho interno* (que sem dúvida o deixou bastante infeliz). David é um homem inteligente e preparado que estudou engenharia em West Point, serviu na primeira Guerra do Golfo e depois teve uma carreira empresarial de muito sucesso, primeiramente em consultoria e depois no setor de software. No governo Bush ele gastou energia demais desviando os olhos de tudo à sua frente, mas acho que David é basicamente um cara decente e atencioso.

Mas David McCormick seria o cara certo para a subsecretaria de relações internacionais do Departamento do Tesouro durante a pior crise financeira desde a Grande Depressão? De modo algum. David não tinha experiência em finanças internacionais, muito pouca experiência internacional de *qualquer* tipo (fora do Golfo Pérsico) e nunca trabalhara em uma instituição financeira ou em um órgão governamental do setor. Eis alguns trechos de nossa conversa sobre o Lehman e várias questões internacionais relativas à crise:

CF: Tenho de dizer que fiquei bastante surpreso quando Christine Lagarde me contou que só tomou conhecimento da falência do Lehman depois do fato consumado.

MCCORMICK: Provavelmente foi isso. Ela provavelmente soube disso na segunda-feira, ou talvez na noite de domingo. Então, tipicamente, não é tipicamente o caso de, quando você está debatendo os prós e os contras de diferentes opções de atuação em um governo, você necessariamente partilha as discussões internas com outro governo.

CF: Na época vocês tinham consciência de que as leis de falência eram diferentes em outras partes do mundo, e que em outras partes do mundo, em particular na Inglaterra, a falência do Lehman significava que as contas de Londres seriam bloqueadas e as pessoas não poderiam negociar?

MCCORMICK: Talvez algumas pessoas envolvidas nos detalhes da transição soubessem disso; eu não sabia.

Também parece que Paulson deixou McCormick de fora.

CF: Pelo que entendo … o Barclays estava disposto a fazer a transação [comprar o Lehman Brothers], mas apenas se primeiramente tivesse a aprovação das autoridades britânicas, e depois recebesse uma garantia de algo da ordem de 30 bilhões de dólares das dívidas do Lehman, ou seja, ativos do Lehman, que eram considerados muito questionáveis, e de fato provaram ser, e a FSA [o órgão de controle financeiro do Reino Unido] se recusou a aprovar a transação porque o secretário Paulson e o presidente do conselho Bernanke não deram a garantia para os ativos do Lehman. Correto?

MCCORMICK: Não tenho informações sobre isso.

CF: Você não estava envolvido nisso.

MCCORMICK: Eu não estava envolvido nisso.

CF: Então, embora você fosse o cara internacional…

MCCORMICK: Eu não fui o intermediário junto ao Barclays.

CF: Ou à FSA?

MCCORMICK: Ou à FSA, nisso.
CF: Mesmo?
MCCORMICK: Não. Lamento, mas simplesmente não sei factualmente qual é a resposta.

Mas, quaisquer que fossem suas deficiências, pelo menos Paulson e Bernanke estavam totalmente concentrados em evitar o colapso do sistema assim que a crise começou. O mesmo não pode ser dito de todos. Vejamos, por exemplo, John Thain, mais um que conheci superficialmente por vários anos. Thain havia sido presidente e um dos diretores de operações do Goldman Sachs até 2004, depois CEO da Bolsa de Valores de Nova York. Thain se tornou CEO do Merrill Lynch em novembro de 2007, substituindo Stan O'Neal após este ter levado seus 161 milhões de dólares de indenização.

Enquanto eu fazia meu filme, conversei com frequência e em detalhes com Thain, que concordou em conversar comigo com a condição de que nossas conversas permanecessem em *off*. Sem entrar em detalhes, posso dizer que John não estava exatamente disposto a aceitar responsabilidades pessoais – não pelo comportamento do Goldman Sachs durante a bolha da internet, não pelo violento lobby do Goldman pela desregulamentação e não pelo fracasso da Finra, o órgão de autorregulamentação do setor financeiro (que até 2007 era contratado da Bolsa de Nova York, da qual Thain era então CEO), em tomar qualquer providência sobre o comportamento dos bancos de investimento durante a bolha. Mas o comportamento de John no Merrill talvez tenha sido a coisa mais reveladora, não apenas sobre ele, mas sobre a cultura bancária em geral. Antes de começar no Merrill, Thain conseguiu um bônus de contratação de 15 milhões de dólares em dinheiro e um pacote de remuneração no primeiro ano que teria dado a ele mais de 80 milhões se as ações do Merrill se recuperassem. Mas é claro que as ações do Merrill não se

recuperaram, já que o Merrill perdeu quase 80 bilhões de dólares durante a crise.

John foi um dos CEOs convocados por Paulson para uma reunião no Fed de Nova York no fim de semana de 12 a 14 de setembro de 2008 – a reunião na qual Paulson tentou e não conseguiu encontrar alguém que resgatasse o Lehman. Havia dois compradores potenciais: Barclays e Bank of America. Mas com o óbvio colapso do Lehman e Paulson dizendo a ele diretamente para procurar um comprador, John viu o que iria acontecer. Ele pediu licença e saiu da reunião para dar um telefonema – sem dizer a Paulson o que estava fazendo. O telefonema de John foi para o CEO do Bank of America, que em pouco tempo perdeu o interesse no Lehman. Isso pode ter selado o destino do Lehman, já que o Barclays estava impedido de fazer a aquisição sem a aprovação das autoridades britânicas – que a negaram.

Menos de 48 horas depois John havia assinado um contrato definitivo para a venda do Merrill Lynch ao Bank of America. Aquele contrato, embora negociado e redigido mais rápido do que qualquer aquisição comparável na história, foi cuidadosamente montado de modo a que o Merrill e John Thain mantivessem o controle do pagamento de bônus até a conclusão da aquisição em janeiro de 2009. Então, um mês após a aquisição do Merrill e a falência do Lehman, em 13 de outubro de 2008, Henry Paulson convocou os CEOs dos nove maiores bancos dos Estados Unidos, novamente incluindo John Thain, para uma reunião secreta em Washington. Paulson ordenou que eles aceitassem 250 bilhões de dólares em capital de financiamento de emergência, realmente para fortalecê-los, e também para tranquilizar o público. Thain só tinha uma preocupação, e perguntou a Paulson: isso iria afetar sua liberdade de conceder bônus? A resposta foi não.

Então, em dezembro, Thain de fato concedeu os bônus – com dois meses de antecedência, para garantir que fossem pagos antes que o Bank of America assumisse o controle. A

despeito do fato de que o Merrill já havia perdido cerca de 50 bilhões de dólares, os bônus totalizaram quase 4 bilhões em dinheiro, extremamente concentrados no alto. Mais de setecentas pessoas receberam bônus de mais de 1 milhão de dólares, e vários estiveram na casa de dezenas de milhões. John havia pedido um bônus de 10 milhões para si, que foi recusado. Os bônus não poderiam ter sido pagos sem a gentil ajuda do sr. Paulson, porque sem a ajuda federal o Merrill (e também o Bank of America) estaria falido. Perguntei a John sobre a ética de conceder tais bônus a pessoas que haviam acabado de causar perdas de dezenas de bilhões de dólares, para não falar em uma crise financeira mundial histórica. Sua resposta não me impressionou.

Um mês depois – em janeiro, como de hábito – o restante dos bancos de investimento anunciou *seus* bônus, totalizando cerca de 19 bilhões de dólares. Paulson e Bernanke haviam deixado de introduzir quaisquer condições de limite de remuneração à sua ajuda ao setor financeiro, que àquela altura chegava a centenas de bilhões de dólares. Eles também não deram qualquer passo para cuidar da maré crescente de inadimplência nas hipotecas, execuções e desemprego. A responsabilidade deles era para com bancos, não pessoas.

---

[a] O enigma aqui é por que o Morgan Stanley estaria comprado em Hudson, já que eles também estavam empurrando instrumentos tóxicos para seus próprios investidores. Mas simplesmente ilustra como poucas empresas tinham a disciplina interna do Goldman. Tanto o Morgan quanto o Goldman tinham grandes negócios de gestão de ativos que investiam para seus clientes; para um gestor de ativos ingênuo do Morgan, um título patrocinado pelo Goldman com grau de investimento pareceria bastante razoável. Pode-se apostar que ninguém no grupo de gestão de ativos do Goldman deu um lance por ele.

[b] Yves Smith faz uma estimativa cautelosa de 128 bilhões em empréstimos induzidos pelo Magnetar. A produção de CDOs subprime em dinheiro nesse período foi de cerca de 450 bilhões de dólares. Outras estimativas do impacto do Magnetar chegam a até 250 bilhões.

6. Crime e castigo: o sistema bancário e a bolha como atividades criminosas

COMO QUALQUER BANQUEIRO (incluindo os escroques) lhe dirá imediatamente, não há nada mais importante para a saúde do sistema financeiro do que crença e confiança.

Portanto, é ainda mais perturbador que, desde a desregulamentação, nenhum outro setor tenha violado a lei com tanta frequência e gravidade – um comportamento que, além do mais, raras vezes é punido hoje em dia. Durante o último quarto de século até mesmo comportamento altamente criminoso em geral resultou no máximo em acordos cíveis nos quais a instituição não admite nada, promete não repetir, paga uma multa – e então faz isso de novo. Dificilmente executivos são processados ou multados, muito menos sofrem processo penal. As multas quase sempre são banais, um custo menor de fazer negócios, pagas pela instituição ou, com frequência, por seguros. Assim, embora a bolha imobiliária e a crise financeira contenham os maiores e mais recentes episódios de comportamento criminoso do setor financeiro, eles não são de modo algum isolados.

É óbvio que há muitos banqueiros honestos, e mesmo durante a bolha e a crise a maioria de todas as transações bancárias foi feita devidamente. As pessoas continuavam a depositar seus salários, pagar suas contas, usar seus cartões de crédito; empresas lançavam ações e obrigações. Ao mesmo tempo, porém, houve um grande aumento do comportamento criminoso organizado de alto nível em uma

grande gama de mercados financeiros, variando de empréstimos ao consumidor a comércio institucional de alto nível. Hoje isso acontece em tal escala, e com tal frequência, que já não pode ser descartado como sendo aberrante ou excepcional. Não é exagero dizer que desde os anos 1980 muito do setor financeiro americano (e global) se tornou criminalizado, criando uma cultura setorial que tolera e até mesmo estimula a fraude sistemática. O comportamento que gerou a bolha das hipotecas e a crise financeira foi um resultado natural e uma continuação desse padrão, não algum tipo de acidente econômico.

Também é importante compreender que esse comportamento de fato é seriamente criminoso. Não estamos falando de sair distraído de uma loja esquecendo de pagar, de jogar lixo na rua ou deixar passar alguma formalidade burocrática. Estamos falando de deliberadamente esconder operações financeiras que ajudaram o terrorismo, a proliferação de armas nucleares e sonegação fiscal em grande escala; contribuir para grandes fraudes financeiras e esconder ativos criminosos; e cometer fraudes que agravaram substancialmente as piores bolhas financeiras e crises desde a Depressão.

Isso pode parecer exagero. Não é. Agora vamos revisar: 1) o aumento dos crimes financeiros e a diminuição das punições; 2) a natureza, gravidade e as consequências de comportamento ilegal durante a bolha e a crise financeira; e 3) respostas práticas e potenciais a esse comportamento.

O aumento da criminalidade financeira pós-desregulamentação

O primeiro grande surto de crimes financeiros da era da desregulamentação se deu imediatamente depois da desregulamentação, pelo governo Reagan, do setor de

poupança e empréstimos. O escândalo das S&Ls estabeleceu um padrão que desde então se intensificou. Desde o começo dos anos 1980 a criminalidade do setor financeiro aumentou muito, sobretudo em bancos de investimento de gestão de ativos, enquanto processos e punições caíram quase a zero. Criminosos empregados por grandes bancos com poder político quase nunca são processados, e literalmente nunca são presos, e há uma chocante disparidade no tratamento de crimes idênticos em função das ligações institucionais dos criminosos, ou da falta delas. A maioria esmagadora dos crimes do setor financeiro alvo de processo penal é cometida por gestores de ativos e fundos de hedge, indivíduos que fornecem informação confidencial para insider trading ou por investidores isolados. Assim, Bernard Madoff, Raj Rajaratnam e Martha Stewart são processados; executivos do Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Citigroup e mesmo Lehman Brothers, não.

Os escândalos das S&Ls, das aquisições alavancadas e do uso de informação confidencial dos anos 1980 foram os únicos em que um número significativo de banqueiros politicamente poderosos foi processado. Houve milhares de processos penais, resultando em penas de prisão para executivos proeminentes e ricos como Charles Keating e Michael Milken. Mesmo então, poucos processos foram dirigidos ao cerne do setor financeiro, em parte porque ele ainda não havia se tornado altamente criminoso. Os piores crimes, e a maioria dos processos, ocorreram na periferia do setor. Keating dirigia uma S&L da Costa Oeste que foi à falência; Milken trabalhava para o Drexel, que até a sua chegada havia sido um pequeno banco de investimentos de segunda linha. Mas mesmo na época havia sinais perturbadores. A muito bem estabelecida empresa de contabilidade Ernst & Young, por exemplo, deliberadamente deixara de comunicar enormes fraudes

contábeis cometidas por seus clientes S&L e concordou em pagar multas em total superior a 300 milhões de dólares, e alguns bancos de investimento de prestígio haviam trabalhado para praticantes de greenmail e S&Ls fraudadoras.

Mas foi no final da década de 1990 que, pela primeira vez desde os anos 1920, as maiores, mais antigas e importantes empresas das finanças se tornaram criminosas. A expansão e a concentração do setor financeiro nos anos 1990, a bolha da internet, o crescente poder do dinheiro na política nacional e mais desregulamentação criaram uma oportunidade sem precedentes para que banqueiros ganhassem dinheiro de forma imprópria, e eles agarraram essa nova oportunidade com impressionante entusiasmo.

Em 7 de novembro de 2011 o *New York Times* publicou uma matéria baseada em sua própria revisão dos acordos dos grandes bancos em processos abertos pela SEC desde 1996. A análise do *Times* revelou 51 casos em que grandes bancos haviam feito acordos em casos envolvendo fraudes com títulos após terem sido apanhados antes *violando a mesma lei*, e prometido à SEC não fazer isso novamente.[1] Além do mais, a relação do *Times* cobria apenas casos da SEC sobre fraude com títulos; não incluía processos penais, processos individuais movidos por vítimas, casos abertos por procuradores-gerais estaduais ou casos de suborno, lavagem de dinheiro, sonegação de impostos ou ocultação de ativos ilegais, áreas em que os bancos têm grandes e numerosas violações. Eis um panorama de alguns dos maiores casos.

Enron

A Enron, que sofreu a maior falência da história dos Estados Unidos, era a queridinha do mercado de ações no

final dos anos 1990. Também tinha fortes laços políticos, em particular com os republicanos. Com sede no Texas, deu grande apoio ao governador George W. Bush. Como observado antes, seu conselho de administração (e comitê de auditoria) incluía Wendy Gramm, ex-presidente da Commodity Futures Trading Commission e esposa de Phil Gramm, então presidente do Comitê de Bancos do Senado.

Antes uma séria empresa de distribuição de energia, nos anos 1990 a Enron se expandiu para o comércio de energia, comércio de banda larga e de derivativos de modo a aproveitar a desregulamentação da produção de energia, das telecomunicações e dos serviços financeiros. As operações da Enron eram altamente fraudulentas, financeira e operacionalmente, mas a empresa continuou a crescer, tendo em seu auge 22 mil funcionários. A Enron falsificava seus negócios de venda de banda larga e energia e bloqueava de forma artificial suprimentos de energia para elevar os preços, comportamento que teve um papel na grave falta de energia que assolou a Califórnia em 2000-2001. A Enron também cometeu enormes fraudes financeiras para criar lucros artificiais e esconder dívidas e perdas.

Porém o mais notável no caso Enron foi que suas fraudes dependiam profundamente da colaboração a longo prazo de sua firma de contabilidade, uma das “Cinco grandes”, e também de vários dos maiores bancos dos Estados Unidos.

A principal técnica da Enron em suas fraudes financeiras era criar entidades fora do balanço conhecidas como SPEs (sigla em inglês para entidades de objetivo especial) que ela usava para criar transações fictícias que faziam com que fluxos de dinheiro emprestado parecessem receita. Nos anos imediatamente anteriores à quebra da empresa, em 2001, os ganhos da Enron podem ter sido exagerados em até dez vezes.[2] Alguns dos bancos mais conhecidos do mundo sabiam muito bem o que a Enron estava fazendo e

formaram fila pelo privilégio de ajudá-la a perpetrar a fraude. Todos fizeram basicamente a mesma coisa – ou seja, criar transações falsas para inflar receita ou ativos.

A partir de 1997 o Chase Bank, hoje parte do JPMorgan Chase, ajudou a Enron a criar receita de vendas falsas de gás. As transações envolviam duas entidades estrangeiras fictícias, ambas com os mesmos diretor nominal e acionistas. Uma delas, Mahonia, pegava dinheiro emprestado com o Chase para "comprar" gás da Enron, pelo qual pagava em dinheiro. A segunda, Stoneville, "vendia" o mesmo volume de gás para a Enron pelo mesmo preço e era paga em promissórias de longo prazo da Enron que pagavam juros. Por trás da cortina de fumaça, o Chase estava concedendo um empréstimo à Enron e conspirando para fazer com que os recursos do empréstimo parecessem receita. Ao longo de vários anos o golpe criou 2,2 bilhões de dólares em receitas de gás falsas e lucros associados.

O Citigroup começou a fazer a mesma coisa em 1999, quando a Enron estava tentando esconder um enorme buraco na receita e no fluxo de caixa projetados. O Citigroup concordou em ajudar, e *presto* – a Enron tinha quase meio bilhão de dólares de novo fluxo de caixa operacional positivo. A Enron usou esse truque repetidamente, e o fluxo de caixa comercial fictício total parece ter sido da mesma escala do golpe Chase Mahonia. Mais uma vez, os registros deixam poucas dúvidas de que o Citigroup sabia que estava facilitando uma fraude.[3]

Finalmente, o Merrill Lynch. A Enron pediu que o Merrill comprasse duas balsas geradoras nigerianas (sim, balsas geradoras nigerianas) por um preço inflacionado – sujeito a um acordo verbal de que a Enron as compraria de volta. O Merrill claramente compreendeu que era uma transação falsa, mas as consciências foram aplacadas por uma comissão de 22%. A Enron depois tentou recuar do negócio, o que produziu alguma gritaria. O Merrill acabou

conseguindo seu dinheiro de volta, embora a Enron tivesse de construir *outra* transação falsa para gerar o dinheiro. Quase ao mesmo tempo, outra equipe do Merrill ajudou a Enron com a venda e recompra totalmente fictícias de uma usina de energia. Nada substantivo havia ocorrido, mas o Merrill recebeu uma comissão muito real de 17 milhões de dólares por ajudar a Enron a criar receita e lucros falsos.[4]

A empresa de contabilidade da Enron, a Arthur Andersen, sofreu um processo penal e foi afastada dos negócios. Vários executivos da Enron foram para a prisão; o ex-presidente, Jeffrey Skilling, ainda cumpre sua pena de 24 anos, enquanto Kenneth Lay, o CEO, morreu pouco depois de começar a cumprir pena. Processos coletivos também foram abertos contra a Enron, a Arthur Andersen e os bancos. Uma lista parcial dos acordos financeiros com os bancos pelas ações particulares e públicas é apresentada na tabela 2.

TABELA 2: Acordos relacionados à Enron

	(US$ MILHÕES)	
	AÇÕES COLETIVAS	ACORDOS COM A SEC
CIBC*	2.400	80
JPMorgan Chase	2.200	135
Citigroup	2.000	120
Merrill Lynch	Não disponível	80
Lehman Brothers	222	Não disponível
Bank of America	69	Não disponível
Goldman Sachs	11	Não disponível

Fontes: Acordos coletivos em www.enronfraud.com. Para os acordos com a SEC, ver press-releases, 17 de março de 2003, 28 de julho de 2003 e 22 de dezembro de 2003.

* Canadian Imperial Bank of Commerce

Mas nenhum dos bancos ou dos banqueiros que ajudaram a Enron a falsificar seus lucros sofreu processo penal. Ajudar e encorajar a fraudar se tornaram coisas permitidas.[5]

A bolha da internet: Eliot Spitzer, um homem solitário

Ao mesmo tempo que vários bancos estavam ajudando a Enron a cometer fraude contábil, o frenesi da internet tomava conta do mercado de ações dos Estados Unidos, em especial da Nasdaq. Quase todo o setor de bancos de investimento, incluindo as empresas mais antigas e de maior prestígio, inchou fraudulentamente a bolha da internet para conseguir negócios. A bolha da internet marcou o surgimento da nova cultura de desonestidade das grandes empresas de finanças.

Considere um diálogo inestimável entre uma corretora do Merrill Lynch e Henry Blodget, um jovial analista de tecnologia do Merrill, em 1998. Em um e-mail interno referente a uma de suas recomendações de ação preferidas, Blodget descreveu sua visão particular da companhia como “pos”. A corretora perguntou a Blodget por que sua visão era “positiva”, já que ela achava que os números da companhia pareciam muito fracos. Blodget didaticamente explicou que “pos” não significava positivo. Significava *piece of shit*, um monte de merda.[6]

Mary Meeker, do Morgan Stanley, outra estrela da análise de tecnologia, supostamente recebeu rios de dinheiro por ajudar o Morgan Stanley a garantir o negócio de banco de investimento da Amazon. (Depois ela e o banco foram processados com base nesses conflitos.) Meeker também esteve bastante envolvida em vender a fusão AOL/Time Warner para o conselho da Time Warner. O

Morgan Stanley colheria uma grande comissão caso o negócio fosse fechado. E assim foi, tornando-se uma das piores fusões de empresas da história.[7]

Mesmo Blodget e Meeker não tinham tantos conflitos quanto Jack Grubman, o analista de telecomunicações do Salomon Brothers (posteriormente Salomon Smith Barney). Durante anos ele promoveu a Global Crossing e a WorldCom, que se revelaram, ambas, desastres fraudulentos. Grubman era especialmente próximo de Bernie Ebbers, então CEO da WorldCom, treinando-o em suas apresentações para outros analistas. Ebbers foi posteriormente condenado por fraude contábil, e ainda está na prisão. Um corretor raivoso se queixou de que Grubman manteve sua indicação de "comprar" para a Global Crossing "de sessenta dólares até cair para um dólar".

À medida que a bolha chegava ao auge, Grubman decidiu rebaixar meia dúzia de empresas que acompanhava, mas depois mudou de ideia a pedido dos banqueiros de investimento. Após denegrir longamente a AT&T, ele mudou para uma "forte compra" em 1999 – supostamente com base na nova estratégia de cabo da empresa, mas na verdade porque o novo controlador do Salomon, o Citigroup, acabara de conquistar o negócio de banco de investimento da AT&T.[8]

Esse comportamento foi comum durante a bolha da internet. Em particular para empresas pontocom, a divergência entre as declarações públicas de bancos de investimento e as opiniões particulares de analistas costumava ser enorme. Os bancos de investimento supostamente mantinham "muralhas da China" entre seus departamentos de pesquisa e bancos de investimento, mas isso era uma farsa. Relatórios favoráveis de analistas eram uma ferramenta comercial fundamental para vender serviços de bancos de investimento, e a remuneração dos analistas era explicitamente baseada na receita que

geravam para o banco de investimento. Então eles dançavam ao ritmo dos mestres, em grande medida como as agências de classificação fizeram durante a bolha das hipotecas.

A bolha da internet foi muito lucrativa – o volume de ofertas particulares, IPOs, fusões e aquisições foi muito maior do que qualquer coisa vista em Wall Street. Uma parcela muito grande disso foi fraudulenta, e causou uma enorme avalanche de perdas, falências, aquisições fracassadas e depreciações de 2000 a 2002. Empresas como Excite, Infospace, pets.com, WorldCom, Covad, Global Crossing, boo.com, startups.com, Webvan, e.digital e muitas outras receberam altas classificações de investimento de banqueiros pouco antes de quebrar. Com frequência os bancos também pagavam subornos mal disfarçados a determinados executivos de modo a conseguir os negócios de suas empresas. Mas como todos os grandes bancos de investimento queriam os negócios de IPO, e também como distribuíam parcelas da maioria das IPOs entre eles, nenhum era incentivado a ser honesto em sua pesquisa analítica.

O governo Clinton não fez nada – nem a SEC, nem o Departamento de Justiça, ninguém. O governo Bush não foi melhor. A SEC se interessou apenas depois que o procurador-geral do estado de Nova York, Eliot Spitzer, abriu uma série de processos muito divulgados contra os principais bancos, que a pressão popular então obrigou a SEC a apoiar. No final de 2002 houve um acordo em massa com dez bancos por 1,4 bilhão de dólares por “relatórios de pesquisa fraudulentos”, “falhas de supervisão”, e por sujeitar analistas a “pressões inadequadas” de banqueiros de investimento. A maior punição individual, de 400 milhões de dólares, foi paga pelo Citigroup, enquanto Merrill, Credit Suisse e First Boston pagaram 220 milhões cada, e o Goldman Sachs, 110 milhões. Alguns poucos analistas de

nível médio – muito poucos – foram processados. Blodget e Grubman foram banidos definitivamente do setor de títulos e pagaram multas de 4 milhões e 15 milhões de dólares, respectivamente. Meeker não foi multada e acabou comandando a unidade de pesquisa de tecnologia do Morgan Stanley.[9]

Eis alguns trechos de minha entrevista com Eliot Spitzer.

SPITZER: De fato, a defesa apresentada por muitos dos bancos de investimento não foi "Você está errado", foi "Todos estão fazendo isso, e todos sabem o que está acontecendo, portanto ninguém deveria mesmo confiar nesses analistas".

CF: Eles realmente disseram isso a você?

SPITZER: Ah, sim ... Isso nos foi dito. Isso acontecia ... E a outra parte disso era: "Sim, você está certo, mas não somos tão ruins quanto nossos concorrentes, porque todos fazem isso, você deveria ir atrás deles antes." Então, na verdade não houve nenhum esforço para negar que essa interseção de analistas e banqueiros de investimento havia produzido uma combinação tóxica. Na verdade era: "Por que está vindo atrás de nós?" Mais uma vez, era uma questão de jurisdição, e aquilo que eles chamaram de emendas Spitzer chegou até Capitol Hill. O Morgan Stanley foi ao Comitê de Serviços Financeiros da Câmara, quando estava sob o controle dos republicanos, e trabalhou muito com o apoio da SEC para aprovar uma emenda que teria limitado e eliminado nossa jurisdição e nossa capacidade de fazer perguntas. Nós impedimos isso com uma boa dose de publicidade.

Depois perguntei a ele sobre processos penais:

CF: Você alguma vez pensou em abrir processos penais contra alguma dessas pessoas?

SPITZER: Pensamos muito e longamente sobre isso.

CF: Por que não fizeram?

SPITZER: Vou dizer por quê. ... De maneira realista, os únicos alvos nesse processo penal teriam sido os analistas, que são em sua maioria indivíduos de nível médio nas casas de investimento. Então eu disse a mim mesmo: "Sim, provavelmente podemos abrir um processo penal contra um analista de nível médio, mas o analista está fazendo o que pediram e mandaram que ele fizesse pela criação de toda uma estrutura que determinava de modo antecipado esse resultado". É provável que não tivéssemos conseguido um processo penal contra aqueles mais acima do espectro.

CF: Embora você ache que eles são culpados.

SPITZER: Embora eles compreendessem que o sistema estava gerando um trabalho de análise falho, seria impossível provar que o CEO conscientemente instruiu alguém a dizer algo que não era verdade apenas porque o falatório em e-mail estava aqui. À medida que você subisse na hierarquia, o CEO diria: "Bem, claro que temos analistas, claro que eles estão dizendo a verdade. Nós os remuneramos com base em quantos negócios de banco de investimento eles trazem? Com certeza, mas eu nunca disse a eles: 'Mintam'." Mas as mentiras quase necessariamente fluíam do sistema que foi criado.

CF: Era, e é sua opinião que o pessoal sênior de fato era culpado?

SPITZER: Meu ponto de vista é que qualquer um dentro do banco de investimento tinha consciência do fato de que o trabalho analítico era conspurcado pelo desejo de trazer negócios de banco de investimento, e que ... todo o modelo de negócios dependia disso. ... Então se você usa a palavra "culpado" de forma genérica, sim, eles eram culpados de saber que algo estava errado. Culpado no sentido de que provavelmente eram culpados de uma acusação penal é uma questão muito diferente.

CF: Não pode ser provado. Minha pergunta não era sobre ... Entendo seu ponto em relação a provas. Mas há uma diferença entre prova e qual a sua opinião sobre a real culpabilidade deles.

SPITZER: Eles eram culpados de saber que o trabalho analítico estava sendo conspurcado e prejudicado pelo desejo de conseguir negócios de banco de investimento? Sim.

Parte da relutância de Spitzer em processar pode ser fruto da realidade de sua situação. Ele tinha menos de vinte advogados lidando com os bancos de investimento, que gastavam mais que ele em pelo menos dez por um; o governo Bush e a SEC estavam, para ser comedido, nada entusiasmados; e embora os crimes e seus danos fossem sérios pelos padrões da época, foram absolutamente banais comparados com os cometidos desde então. A questão da prova é importante, claro, e retornaremos a isso ao analisar a bolha de hipotecas e a crise financeira.

O JPMorgan Chase saqueia um município

A emissão de títulos municipais é um dos pântanos mais obscuros das finanças, assim como costumavam ser as hipotecas subprime. Também é notoriamente corrupta, e

deixou um extraordinário rastro de destruição em Jefferson County, Alabama, que inclui a cidade de Birmingham.[10]

No final dos anos 1990 Jefferson County encerrou uma longa disputa com a agência americana de proteção ambiental para realizar um grande projeto de esgoto sanitário, financiado por 2,9 bilhões de dólares em títulos de longo prazo com taxa prefixada e juros de 5,25%. Com a queda das taxas no começo dos anos 2000, banqueiros se lançaram sobre o município oferecendo-se para reestruturar a dívida e poupar milhões em pagamentos de juros. O JPMorgan liderou um grupo de treze bancos na estruturação da dívida e alocação de seus componentes. Em vez de apenas refinanciar com títulos simples de taxa fixa a juros mais baixos, os bancos criaram um negócio artificialmente complexo para aumentar sua comissão. Emitiram 3 bilhões de dólares em vários instrumentos de taxa flutuante, enquanto supostamente eliminavam o risco de aumento das taxas com swaps de taxa de juros. O JPMorgan Chase usou instrumentos chamados títulos de taxa definida em leilão, que causaram bilhões em perdas para muitas cidades em 2008, juntamente com outros títulos de taxa variável.

Segundo a Bloomberg, os bancos ganharam 55 milhões de dólares em comissões de administração por vender os títulos de taxa definida em leilão. Os contratos de swap de taxa de juros geraram outros 120 milhões em comissões, o que, segundo um analista posteriormente contratado pelo município, era cerca de seis vezes a norma do mercado. O JPMorgan Chase conseguiu o negócio também porque, por baixo dos panos, fez pagamentos de 8,2 milhões para funcionários do município e firmas de corretagem. Mas os maiores pagamentos foram para outros bancos, incluindo 3 milhões para o Goldman Sachs e 1,4 milhão para a Rice Financial Products, especialista em títulos municipais de Nova York, por concordarem em se retirar da concorrência.

Todos os pagamentos ilícitos foram lançados como comissões deduzidas dos recursos levantados para o município. Naturalmente, os pagamentos não foram revelados nos prospectos dos títulos.

De início, deixando de lado as comissões inflacionadas e os subornos, o negócio em geral pareceu funcionar. As autoridades municipais se vangloriaram de sua habilidade financeira, e o Morgan as ajudou a organizar seminários para outros municípios. Mas no momento em que os títulos exóticos que o JPMorgan Chase recomendara entraram em colapso durante a crise financeira de 2008, a transação se transformou em um desastre. Quando o município anunciou que iria sair do negócio, o JPMorgan Chase o multou em 647 milhões e ameaçou entrar com um processo.[a]

Enquanto este livro era escrito, o município estava inadimplente na maior parte da dívida e declarara falência. As melhorias no sistema sanitário nunca foram concluídas, e as contas de esgoto e água aumentaram ao ponto de os moradores mais pobres serem obrigados a escolher entre aquecimento e água. A SEC obrigou o JPMorgan Chase a esquecer a multa por rompimento e pagar ao município 50 milhões de dólares de indenização, além de uma multa de 10 milhões. O promotor local conseguiu penas de prisão para os funcionários municipais corruptos.

Mas e quanto ao JPMorgan Chase? Pagamento de propina é claramente criminoso, e é particularmente ofensivo homens ricos em roupas elegantes arrancarem 175 milhões de dólares em comissões de contribuintes municipais, muitos dos quais são pobres, e depois ameaçarem destruir por completo a sua administração. Mas o JPMorgan Chase não foi processado. Os dois executivos do JPMorgan Chase inicialmente envolvidos foram multados e afastados do setor de títulos, mas também não foram processados, embora um deles tivesse uma anotação penal anterior por crime similar.

Jefferson County não estava só, embora sua história seja pior que a média. Em 2008 havia entre 300 bilhões e 350 bilhões de dólares em títulos de taxa definida em leilão (ARS, na sigla em inglês) no mercado, emitidos por milhares de órgãos públicos estaduais e municipais. Os investidores eram instituições e investidores de varejo de alto nível atraídos pela liquidez semelhante à liquidez de fundos de curto prazo, por rendimentos ligeiramente mais altos. O investimento mínimo no varejo normalmente era de 25 mil dólares.

As maravilhas dos títulos de taxas definidas em leilão

Títulos com taxas definidas em leilão são o tipo de produto complexo que Wall Street adora criar. Fazem com que pareça que os vendedores de títulos estão conseguindo um negócio melhor, de modo que irão gerar comissões maiores, sem compreender os riscos que espreitam mais à frente. Oferecem aos detentores dos títulos um acordo de dívida de longo prazo por taxas de juros flutuantes aparentemente baixas. Mas a parte “longo prazo” do negócio é falsa. O que realmente acontece é que os bancos voltam a leiloar as obrigações a cada três semanas, mais ou menos, para zerar as taxas e permitir que os investidores saiam. Mas o que acontece se ninguém der um lance no novo leilão? Raras vezes, mas eventualmente, leilões de ARS fracassaram antes da crise. Nesses casos o banco de investimento que os subscreveu se apresentou como comprador de curto prazo até que os mercados se acomodassem. Mas *milhares* de leilões fracassaram em 2008 porque os investidores tiraram seu dinheiro de tudo menos títulos do Tesouro, em uma fuga em massa para a segurança. E à medida que os balanços dos bancos começaram a se encher com bilhões

em títulos de leilões fracassados, eles se omitiram coletivamente e deixaram o mercado desabar.[11]

Como resultado disso, os emitentes se depararam de uma hora para outra com a necessidade de pagar taxas proibitivamente altas, e muitos ficaram inadimplentes. O resultante colapso do mercado de ARS eliminou as reservas de investidores por todo o país, que se viram com títulos inadimplentes e sem liquidez. Procuradores-gerais estaduais deram início a processos, houve ações coletivas, e por fim até a SEC agiu. Quase sempre os folhetos de vendas e apresentações dos bancos descreviam as ARS como "totalmente líquidas", "boas como dinheiro vivo" ou como "instrumentos de curto prazo"; e as forças de vendas dos bancos continuaram a promover isso muito após o setor ter noção do iminente colapso de todo o mercado de ARS.[12]

Foram fechados acordos com 21 bancos e bancos de investimentos em 2008 e 2009. O UBS concordou em recomprar 22 bilhões de dólares em ARS; o Merrill Lynch, 19,5 bilhões; Wachovia, 9 bilhões; Morgan Stanley, 4 bilhões; e JPMorgan Chase, 3 bilhões.[13]

Mas o fiasco das ARS é apenas um exemplo do alto nível de predação e corrupção nos mercados de títulos municipais. Um consórcio de procuradores-gerais estaduais, Departamento de Justiça e SEC tem conduzido um longo processo de corrupção e manipulação de lances envolvendo mais de cem municípios e vários bancos de grande porte. Até o momento foram feitos acordos por suborno e fraude com JPMorgan Chase, Bank of America, Wachovia e UBS por várias conspirações conjuntas, com funcionários públicos municipais e com gerentes de lance corruptos que dirigiram contratos de títulos municipais para os bancos.[14] Os casos foram encerrados com multas, e nenhum banco ou alto executivo de banco foi processado, embora vários funcionários de nível inferior tenham sido. Também houve escândalos de suborno similares no

mercado de gestão de fundos de pensão municipais e estaduais. Um desses escândalos em Nova York envolveu Steven Rattner, um destacado gestor de fundo de hedge e levantador de recursos para os democratas que chegou a ser um forte candidato a secretário do Tesouro do governo Obama. Rattner fez acordos com a SEC e o procurador-geral de Nova York, concordando em pagar uma multa de 16 milhões de dólares. Obama o escolheu para comandar o resgate pelo governo da indústria automobilística depois das falências da GM e Chrysler.

O Barclays ajuda empresas de private equity a esfolar um cliente (e os acionistas)

Em 2010 o Barclays Capital (que continha o que restara do braço de banco de investimento do Lehman Brothers) começou a trabalhar com a Del Monte Foods para a venda da empresa a uma ou mais empresas de private equity. Contudo, em vez de representar apenas os interesses da Del Monte, o Barclays começou a trabalhar em segredo com a KKR e a Vestar, ajudando-as a coordenar uma oferta conjunta em vez de alimentar um leilão competitivo. Isso violava os termos do contrato do Barclays com a Del Monte e permitia que a KKR e a Vestar comprassem a empresa por muito menos. O Barclays queria os negócios de private equity das empresas para acertar o financiamento da aquisição, o que lhe daria uma alta comissão. De fato, assim que o negócio foi acertado, o Barclays mudou de lado e começou a trabalhar com um consórcio de empresas de private equity que acabou ficando com o negócio – KKR, Vestar e Centerview. Um juiz de Delaware decidiu que o Barclays “inquestionavelmente passara dos limites” em seu comportamento.[15]

Há muitas suspeitas de que comportamento similar seja disseminado – que bancos de investimento repetidamente conduzam empresas para as firmas de private equity com as quais costumam trabalhar, em prejuízo das empresas da economia real que buscam financiamento, fusões, aquisições ou reduções. Não houve processos penais por esse comportamento, nem no caso Del Monte nem em outros.

Sonegação fiscal e ocultação de ativos criminosos

Nem toda a atividade bancária criminosa é americana. No campo da sonegação fiscal em grande escala os bancos suíços estão bem à frente, o que é natural levando em conta a antiga dependência econômica que a Suíça tem do sigilo bancário para atrair capital em fuga e ativos criminosos. A Suíça e mais de uma dúzia de outros países, entre eles Liechtenstein, Ilhas do Canal e vários países do Caribe, facilitam a sonegação fiscal e ocultação de ativos por intermédio de sua legislação bancária. Com frequência grandes bancos ajudaram ativamente indivíduos ricos e empresas a usar esses países com tais objetivos. As perdas anuais em receita de impostos são estimadas em 100 bilhões de dólares apenas nos Estados Unidos.[16]

A discussão a seguir sobre sonegação fiscal se concentra no UBS, mas investigações revelaram comportamento similar no Credit Suisse, HSBC, Julius Baer e outros bancos europeus. De forma um tanto incomum, houve alguns processos penais, embora os réus, tanto empresas quanto indivíduos, tenham sido tratados com *muita* leniência.

Bradley Birkenfeld, um americano, trabalhou para uma unidade de negócios do UBS especializada em ajudar americanos ricos a sonegar impostos. Durante mais de uma década, em um esforço sistemático autorizado pelos mais

altos escalões do UBS, banqueiros criaram números de contas secretas, acertaram transferências de fundos para o exterior por intermédio de empresas fantasmas e forneceram cartões de crédito emitidos no exterior (para pagar férias caras no exterior, digamos). Banqueiros do UBS que viajavam aos Estados Unidos levavam laptops com codificação especial para proteger seus arquivos; dinheiro era transferido por cheques físicos transportados à mão em vez de eletronicamente; algumas vezes banqueiros contrabandeavam diamantes ou outros objetos valiosos. Eram orientados a não permanecer no mesmo hotel duas noites seguidas e a nunca se comunicar com seus clientes usando papel timbrado do UBS.

Então Bradley Birkenfeld se tornou informante em 2007. Birkenfeld explicou ao Departamento de Justiça e a funcionários do IRS, que o UBS tinha "20 bilhões de dólares" em contas de sonegação fiscal americana, com lucros calculados em 200 milhões de dólares por ano. O IRS depois estimou que as contas totalizavam 18 bilhões de dólares; e a previsão de lucros feita por Birkenfeld talvez seja baixa.

Uma série de audiências no Senado em 2008 revelou o comportamento do UBS e levou a depoimentos televisionados altamente constrangedores de executivos do UBS, que se recusaram a fornecer os nomes de seus clientes americanos de sonegação fiscal. Pouco depois das audiências, o Departamento de Justiça indiciou o UBS e vários de seus executivos, entre eles Raoul Weil, CEO do UBS Global Wealth Management e integrante do Conselho Executivo do UBS. Weil não se entregou após seu indiciamento, e é considerado fugitivo. Outro executivo se declarou culpado e recebeu cinco anos com *sursis*. Em 2009 o Departamento de Justiça e o UBS chegaram a um acordo de suspensão de processo que exigia que o UBS cooperasse na identificação de pelo menos 10 mil casos de

sonegação fiscal e pagasse uma multa de 780 milhões de dólares, mas permitia que o banco escapasse de um processo penal. Pouco depois, quase 15 mil americanos aceitaram uma oferta de redução de penas para quem se entregasse.

Embora Birkenfeld tenha se apresentado voluntariamente para revelar todo o aparato de sonegação fiscal do UBS, foi processado e está hoje na prisão. Até o momento é a única pessoa mandada para a cadeia.

Phil Gramm, o ex-senador do Texas que era presidente do Comitê de Bancos do Senado quando os republicanos controlavam a casa, é hoje vice-presidente do conselho do UBS, no qual ingressou logo após se aposentar do Senado em 2002. Como senador, Gramm se opôs violentamente aos esforços para controlar lavagem de dinheiro e sigilo bancário.

Muitas outras investigações prosseguem. Alemães e britânicos iniciaram ações contra o UBS. Em julho de 2011 o Departamento de Justiça comunicou ao Credit Suisse que era alvo de investigação similar, e em novembro de 2011 o Credit Suisse, sob ameaça de processo, começou a revelar clientes de sonegação fiscal ao IRS. Outros informantes europeus e americanos já revelaram esquemas de sonegação fiscal em grande escala com a assistência de Julius Baer e do Liechtensteiner Fürsten-Bank. O valor total dos ativos ocultos já sob investigação é provavelmente superior a 100 bilhões de dólares.

A serviço de Estados à margem da lei e chefões das drogas

A sonegação fiscal não é a única razão para sigilo bancário, lavagem de dinheiro e ocultação de ativos.[17] Líderes políticos cleptocratas, criminosos organizados, cartéis das

drogas e Estados à margem da lei envolvidos em desenvolvimento de armas nucleares e terrorismo também precisam de sigilo bancário para esconder o tamanho e as fontes de seu financiamento e ter acesso secreto a mecanismos de pagamento. Muitos dos maiores bancos do mundo, americanos e estrangeiros, os têm ajudado alegremente.

Talvez o caso mais extraordinário envolva o Credit Suisse, Barclays, Lloyds e sete outros bancos internacionais (ainda não identificados) que lavaram bilhões de dólares para o Irã e outros países; todos os países em questão foram submetidos a sanções internacionais por desenvolvimento de armas nucleares e/ou apoio ao terrorismo. Violando as sanções da ONU e a lei americana, os bancos ajudaram o Irã a lavar transferências para os Estados Unidos, incluindo pagamentos relativos aos programas iranianos de mísseis balísticos e nuclear, bem como recursos que aparentemente foram transferidos para grupos terroristas no Oriente Médio. Alguns bancos criaram manuais de instrução internos para ajudar funcionários a eliminar informações incriminadoras de transferências eletrônicas.

Os registros públicos mais detalhados dizem respeito ao Credit Suisse, possivelmente o mais agressivo na comercialização de seu programa, que começou a violar as sanções dos Estados Unidos ao Irã em 1995. O banco produziu uma série de folhetos especiais para seus clientes ilegais, “Como fazer pagamentos em dólares”, e criou um escritório de “investigações” especiais para revisar manualmente cada transação ilegal, prometendo: “É *absolutamente impossível que uma de suas instruções de pagamento seja realizada sem ser verificada de forma antecipada por nossa equipe especial de pagamento no Credit Suisse em Zurique*, e todos os membros da equipe são profissionais e têm consciência da atenção especial que

seus pagamentos especiais demandam” [grifo no original]. O banco também mantinha um negócio menor de transferências para “indivíduos especialmente escolhidos”, como senhores da guerra e outros criminosos em grande escala.[18]

Uma série de acordos fechados pelos bancos com o Departamento de Justiça e o promotor de Manhattan em 2009 e 2010 gerou 1,2 bilhão de dólares em multas. O Credit Suisse concordou em pagar 536 milhões; o Barclays, 298 milhões; e o Lloyds, 350 milhões. Durante pelo menos uma década eles se envolveram de forma sistemática em atividades criminosas lavando dinheiro para Líbia, Irã, Sudão, Burma e Coreia do Norte, entre outros países.[19] É evidente que essas atividades eram conhecidas e aprovadas por executivos em posição bem elevada, mas como nenhum dos três bancos contestou as acusações, e todos revelaram seus registros, os casos foram encerrados com multas e acordos de suspensão de processos. Nenhum banco teve de se declarar culpado, e nenhuma pessoa foi submetida a processo penal ou mesmo multada individualmente.

Vou me interromper para fazer aos leitores a seguinte pergunta: o que acha que aconteceria a *você* pessoalmente, como *indivíduo*, não alto executivo de banco, se fosse apanhado lavando dinheiro para o programa de armas nucleares do Irã? Acha que, talvez, pudesse ser tratado com um pouco mais de dureza? Bem, na verdade, temos alguns dados interessantes para comparação nessa questão. Em 2011 um iraniano-americano, Reza Safarha, foi indiciado, julgado, condenado e sentenciado a dez meses de prisão por transferir 300 mil dólares para o Irã, violando as sanções americanas. Ele estava envolvido em tráfico em pequena escala de equipamento de escritório e não tinha qualquer ligação com o governo iraniano, muito menos com seu programa nuclear ou apoio ao terrorismo.

Ainda mais chocante é o caso de Mahmoud Reza Banki, um imigrante iraniano com doutorado nos Estados Unidos que trabalhava para uma empresa de consultoria americana. Ao longo de vários anos ele recebera um total de 3,4 milhões de dólares de sua família no Irã. O dinheiro era legal, e ele o informara em sua declaração de rendimentos; nunca houve qualquer sugestão de que cometera qualquer crime além de violar as sanções. Não é claro sequer se as transferências eram violações substantivas, já que transferências pessoais para parentes são permitidas. Ainda assim, em 2010 Banki foi preso, processado, condenado e sentenciado a dois anos e meio em uma prisão federal. Sua condenação foi anulada em um recurso e no momento em que este livro era escrito ele esperava um novo julgamento. Ao que parece, nunca recebeu a oferta de um acordo de suspensão de processo.[20]

As violações às sanções ao Irã que os bancos cometeram foram ofensivas, mas de modo algum eventos isolados. O JPMorgan Chase molhou os pés na lavagem de dinheiro mais ou menos na mesma época. Em 2005 e 2006 a empresa processou 178,5 milhões de dólares em transferências eletrônicas claramente ilegais de cidadãos cubanos. Funcionários do Tesouro também flagraram transferências eletrônicas ilegais para o Sudão. De início o banco negou, mas após ser pressionado apresentou documentos confirmando as transações. Embora funcionários do Tesouro tenham classificado o comportamento do JPMorgan Chase de “ofensivo”, o caso foi encerrado com uma multa de 88,3 milhões de dólares.[21]

O mais famoso episódio isolado de lavagem de dinheiro relacionado a corrupção política provavelmente foi a ajuda que o Citigroup ofereceu para contrabandear 100 milhões de dólares de Raúl Salinas e sua esposa do México para a Suíça na maior parte. Raúl Salinas era irmão de Carlos Salinas de Gortari, presidente do México de 1988 a 1994,

famoso por corrupção em grande escala. A descoberta do contrabando, ao lado de um enorme escândalo no México envolvendo lavagem de dinheiro e assassinatos políticos, resultou na prisão de Raúl Salinas por assassinato em 1995. O Citigroup nunca foi processado. Um relatório do Congresso preparado para o senador John Glenn deixou claro que o Citigroup não obedeceu aos devidos procedimentos, mas também deixou dúvidas sobre se o contrabando era uma prática sistemática ou um acerto feito apenas por executivos locais.[22]

Houve outros casos envolvendo governantes corruptos. Em 2004 e 2005 o Riggs Bank, um dos mais antigos e tradicionais bancos dos Estados Unidos, pagou 41 milhões de dólares em multas e se declarou culpado de acusações penais relacionadas a lavagem de dinheiro para diplomatas da Arábia Saudita, o ditador impressionantemente corrupto da Guiné Equatorial e o ex-ditador militar chileno Augusto Pinochet, que, descobriu-se, tinha mais de 10 milhões de dólares em ativos pessoais secretos no Riggs. O banco recebeu uma sentença suspensa e continua a operar; nenhum executivo foi processado.[23]

Mas esses casos, embora chocantes, na verdade foram pequenos quando comparados com as atividades de lavagem de dinheiro que bancos dos Estados Unidos permitiram para o comércio de drogas latino-americano. O maior caso recente – e ele foi terrivelmente grande – envolveu o Wachovia. O Wachovia era o sexto maior emprestador dos Estados Unidos quando quebrou em 2008, tendo perdido 30 bilhões de dólares como resultado de seus empréstimos imobiliários altamente duvidosos durante a bolha. Pouco depois foi adquirido pelo Wells Fargo. Mas o Wachovia também tinha outro problema.

Durante os três anos anteriores, grandes júris federais haviam soterrado o Wachovia com 6.700 intimações relacionadas a seu papel na transferência de

impressionantes *378 bilhões de dólares*, a maior parte disso em dinheiro, entre moeda mexicana e os Estados Unidos – sem relatar nada de suspeito nas transações, algo que havia em volume espantoso. De fato, desde 2004 o Wachovia ignorara ou eliminara múltiplos alertas internos de transferências de recursos altamente suspeitas e marginalizara os funcionários de controle que emitiam os alertas. Um funcionário de controle interno, por exemplo, um ex-investigador da Scotland Yard, descobrira numerosas transferências mexicanas, supostamente distintas, feitas do mesmo local e ao mesmo tempo, envolvendo traveller's checks com números em sequência totalizando quantias enormes. Ele foi orientado por seus superiores a parar de investigar transações americanas, e o diretor administrativo de controle do Wachovia enviou a ele uma carta alertando que estava "deixando de atuar em um padrão aceitável". Ele processou o Wachovia, que lhe pagou uma indenização em valor não revelado – com a condição de que deixasse o banco.[24] O câmbio de moedas era ideal para lavagem por cartéis de drogas recebendo recursos de seus distribuidores americanos. Um rastreamento mostrou que os fundos processados pelo Wachovia e também pelo Bank of America entre 2004 e 2007 foram utilizados para comprar, entre outras coisas, doze grandes jatos comerciais usados para contrabandear dezenas de toneladas de cocaína.[25]

O Wells Fargo, sucessor/dono do Wachovia, colaborou com a investigação e concordou em pagar multa de 160 milhões de dólares e implantar um sólido sistema de identificação de lavagem de dinheiro. Acordos semelhantes por violações similares foram feitos com o Bank of America e duas vezes com subsidiárias do American Express. O Amex pagou multa de 55 milhões de dólares quando sua subsidiária Edge Act, Aebi, foi flagrada facilitando lavagem de dinheiro para chefões da droga colombianos se valendo

do Black Market Peso Exchange, um sofisticado esquema de lavagem, entre 1999 e 2004.[26]

E há Bernie Madoff – ou melhor, o tratamento dispensado a ele pelos bancos.

Subindo a bordo com Bernie

Bernard L. Madoff, filantropo, amigo confiável, ex-presidente da Nasdaq e criador de uma das primeiras plataformas eletrônicas de negociação, também administrou o maior golpe de pirâmide da história, atuando durante trinta anos e causando perdas em dinheiro de 19,5 bilhões de dólares.[27]

Pouco após a pirâmide desmoronar e Madoff confessar no final de 2008, começaram a surgir evidências de que durante anos grandes bancos comerciais e de investimento haviam suspeitado fortemente que Madoff era uma fraude. Nenhum deles transmitiu suas suspeitas às autoridades, e vários bancos e banqueiros decidiram ganhar dinheiro com ele, sem, claro, arriscar seus próprios recursos. As teorias sobre sua fraude variavam. Alguns achavam que ele estava "passando à frente", examinando as ordens que passavam por sua empresa de negociação eletrônica e usando essa informação para fazer seus próprios negócios antes. Alguns achavam que ele poderia ter acesso a informação privilegiada. Mas apenas poucos pensavam que ele comandava uma pirâmide.

Madoff alegou seguir o índice de ações S&P 500 enquanto usava opções para aumentar ligeiramente o retorno, ao mesmo tempo que reduzia a volatilidade do valor de sua carteira.

Só que havia alguns probleminhas. Por exemplo:

- Quando outros tentaram reproduzir a estratégia de Madoff ou aplicá-la retroativamente, descobriram que os resultados só podiam ser obtidos sempre comprando no, ou perto do, ponto de baixa do mercado e sempre vendendo no, ou perto do, ponto de alta do mercado – o que é impossível. Madoff alegava só ter tido resultados mensais negativos cinco vezes em quinze anos de operação. Em um período de 2002 em que o S&P 500 caiu 30%, Madoff alegou que seu fundo havia subido 6%. Tal desempenho era inconsistente com sua suposta estratégia e também sem precedente algum em gestão de fundos de investimento.
- Embora a estratégia afirmada por Madoff envolvesse negociar volumes enormes em ações e opções, ninguém sabia quem eram suas contrapartes, nem havia qualquer sinal visível de suas entradas e saídas do mercado. Efetivamente seguir essa estratégia com frequência teria demandado negociar mais opções do que existiam no mercado como um todo.
- Madoff era ao mesmo tempo o corretor que executava as transações, o consultor de investimento e o custodiante dos ativos. Esse arranjo obviamente carece de verificações, e conduz a fraude. Isso é inédito em uma operação da escala daquela de Madoff, e foi repetidamente considerado um sinal de perigo. Madoff também empregava irmão, sobrinha, sobrinho e os dois filhos em sua empresa.
- A empresa que o auditava era uma firma totalmente desconhecida de três pessoas em um shopping center de subúrbio. Uma das três era a secretária e outra um contador semiaposentado que morava na Flórida. A empresa não tinha qualificação profissional para fazer auditorias e não se apresentava como auditor.
- As declarações contábeis eram datilografadas, não impressas eletronicamente, e a empresa usava apenas

formulários de pedidos de negociação em papel, ambas características inconsistentes com o volume de negociação exigido. Os investidores nunca tinham acesso eletrônico em tempo real ou às informações de sua conta; só recebiam declarações em papel pelo correio.

- A despeito de seu suposto enorme sucesso, Madoff não cobrava taxas de gestão de fundo de hedge. Ele alegava ganhar dinheiro simplesmente fazendo sua plataforma processar todas as suas transações, uma alegação bastante implausível. A verdadeira razão pela qual ele não cobrava os tradicionais 20% dos lucros era precisar atrair dinheiro novo para manter seu golpe operando o maior tempo possível.

Esses problemas e muitos outros – chegaremos a eles em um minuto – foram mencionados repetidas vezes como sinais de alerta por bancos de fundos de hedge que negociavam com Madoff ou pensavam em fazê-lo. Executivos do Goldman Sachs fizeram uma visita a Madoff para ver se deviam recomendá-lo aos seus clientes. Um sócio recordou mais tarde: "Madoff se recusou a permitir que fizessem qualquer investigação dos fundos, e quando perguntaram sobre a estratégia de investimentos da empresa, não conseguiram entender. O Goldman não apenas colocou Madoff na lista negra da divisão de gestão de ativos, como também proibiu sua corretora de negociar com a empresa."[28] Administradores de risco do Merrill Lynch, Citigroup, UBS, JPMorgan Chase Private Banking e outras empresas fizeram o mesmo. A controladora do Merrill, por exemplo, proibira explicitamente negócios com Madoff já nos anos 1990.[29] Todos suspeitavam de algum tipo de fraude.

Consequentemente, a maioria dos grandes bancos se recusou a investir o próprio dinheiro com Madoff. Porém, eles algumas vezes permitiram que *seus clientes*

investissem. Alguns bancos, entre eles Merrill Lynch, Citigroup, ABN Amro e Nomura, também criaram vários fundos de rastreamento para reproduzir o retorno de Madoff,[b] embora todos suspeitassem de fraude.

Mas UBS e JPMorgan Chase se envolveram ainda mais profundamente. O UBS criou uma nova família de "fundos de alimentação" para enviar ativos para Madoff. (Madoff em geral não aceitava investimentos diretos, preferindo receber dinheiro por intermédio desses "fundos de alimentação".) A maioria desses fundos agia pouco mais como caixas de coleta e fazia pouco ou nenhum investimento a não ser no fundo de Madoff. Há fortes evidências de que vários deles sabiam que Madoff era uma fraude. Mas Madoff pagava a eles cerca de 4% ao ano para não fazer praticamente nada, então ficavam contentes em fazer vista grossa.

O UBS criou ou trabalhou com vários fundos de alimentação de Madoff, embora a sede do UBS proibisse investir qualquer dinheiro do banco ou dos clientes em contas de Madoff. Por lei, os fundos de alimentação eram obrigados a fazer diligências, e um deles contratou um especialista chamado Chris Cutler. Após quatro dias ele escreveu ao fundo de alimentação: "Se este fosse um novo produto de investimento ele simplesmente não atenderia aos devidos padrões: vocês provavelmente o jogariam porta afora. Ou erros grosseiros ou graves omissões em formulários de pedido." Cutler descobriu, por exemplo, que a estratégia anunciada de Madoff implicava negociar um número de opções que era muito maior que o número total efetivamente negociado na Bolsa de Opções de Chicago.[30] Ainda assim, o fundo continuou a fazer investimentos com Madoff.[31]

O UBS orientava de modo explícito seus funcionários a evitar Madoff. Um memorando a um dos fundos de alimentação em 2005 continha uma seção intitulada "Não

fazer”. Nessa seção havia o seguinte, em letras grandes e negrito: “nunca entre em contato pessoal com Bernard Madoff!!!”. Um dos executivos do UBS envolvido na criação dos novos fundos recebeu uma pergunta da sede sobre o que estava fazendo. Ele respondeu: “Negócios são negócios. Não podemos nos permitir perder 300 milhões”, se referindo a receitas antecipadas de gestão do fundo.[32] O UBS passou a lançar prospectos do fundo nos quais afirmava que agiria como custodiante, gerente e gestor dos fundos de alimentação, quando na verdade já havia concordado com Madoff em não desempenhar tais funções. Como todos os patrocinadores de Madoff, o UBS não recebia nenhuma informação além de resumos em papel dos resultados mensais.

O JPMorgan Chase foi, se possível, ainda mais desonesto. Assim como Merrill Lynch e Citigroup, ele montou fundos para seguir Madoff, a despeito de alertas explícitos de um executivo da unidade de private bank do JPMorgan Chase de que “nunca havia conseguido conceber o modo como [Madoff] ganhava dinheiro”.[33] Mas o JPMorgan Chase tinha ainda mais evidências, pois havia sido o principal banqueiro de Madoff por mais de vinte anos.[c] Qualquer um com acesso àquelas contas saberia que havia algo muito errado. Por exemplo:

- Uma empresa de investimento com milhares de clientes deveria creditar fundos que entravam em contas de clientes separadas ou dirigi-los para múltiplas subcontas. Em vez disso, o que entrava era mais ou menos jogado na mesma cesta.
- As regras de Know Your Customer (KYC) para contas empresariais foram muito reforçadas depois do 11 de Setembro, e o JPMorgan Chase supostamente levava muito a sério suas obrigações de KYC. Há um departamento de KYC ligado a cada linha de serviços.

Mas o “patrocinador” identificado para KYC na conta Madoff, quando entrevistado pelo administrador da massa falida de Madoff, respondeu que não tinha conhecimento de ter sido escolhido e não sabia o que o cargo implicava.

- O JPMorgan Chase recebia cópias das declarações financeiras obrigatórias que Madoff fazia à SEC. Elas normalmente estavam erradas, com frequência terrivelmente erradas. Uma declaração relacionava 5 milhões de dólares em contas correntes, quando o verdadeiro volume no JPMorgan Chase era de 295 milhões. Outra não relacionava nenhum empréstimo bancário pendente, quando havia um empréstimo pendente de 95 milhões de dólares. Durante anos as declarações não mostraram qualquer receita de comissão de negociação, embora supostamente esta fosse a principal fonte de renda de Madoff (ele não cobrava taxas de administração ou incentivo). Então, certo ano as declarações de repente revelaram mais de 100 milhões de dólares em comissões, embora nada nas categorias de produtos que em tese eram o grosso de sua estratégia. Os prospectos de Madoff afirmavam que dinheiro disponível era sempre investido em títulos do Tesouro, quando o JPMorgan Chase sabia que quase tudo ia em depósitos no overnight.
- As regras sobre lavagem de dinheiro são muito rígidas e obrigam os bancos a informar atividade suspeita. O JPMorgan Chase tinha um sistema automático de alerta que deveria disparar uma revisão e um relatório sempre que houvesse uma “bandeira vermelha”. Que tal um cliente que recebeu 318 transferências de exatamente 986.310,00 dólares cada em um único ano, muitas vezes várias delas por dia? Nenhum problema, nenhum alerta.
- Vários dos maiores clientes de Madoff também eram clientes do JPMorgan Chase Private Banking, de modo

que o banco podia ver os dois lados das transações. E, de fato, com frequência viu centenas de milhões de dólares circulando para lá e para cá entre contas de clientes e de Madoff, algumas vezes lançadas como empréstimos, mas frequentemente sem qualquer explicação. Em todo o histórico das contas de Madoff, o sistema automático de lavagem de dinheiro só emitiu um alerta, que não foi investigado.

Com tudo isso, eles deveriam suspeitar de algo – e de fato suspeitaram. O processo movido pelo administrador da massa falida de Madoff contra o JPMorgan Chase é uma leitura espantosa. Mais de doze banqueiros seniores do JPMorgan haviam debatido, em e-mails e memorandos, bem como pessoalmente, uma longa lista de suspeitas. Em 15 de junho de 2007 um funcionário disse a outro: "Estou almoçando com [editado], que acabou de me contar que há uma conhecida nuvem sobre a cabeça de Madoff e que se especula que seu retorno possa ser parte de uma pirâmide." Ao mesmo tempo – junho de 2007 –, três integrantes do comitê executivo do JPMorgan Chase discutiam de modo aberto essa possibilidade em uma reunião. Eram eles John J. Hogan, diretor-chefe de riscos em bancos de investimento; Matthew E. Zames, executivo sênior de corretagem; e Carlos M. Hernandez, diretor de *equities* da unidade de banco de investimentos. Após a prisão de Madoff, o sub de Hogan, Brian Sankey, sugeriu ser preferível que a agenda de reuniões "nunca veja a luz do dia novamente".[34] Mas Madoff gerara meio bilhão de dólares em receita de taxas para o JPMorgan ao longo dos anos, de modo que o banco claramente não tinha interesse em sacudir aquele bote.

A SEC foi merecidamente criticada por não acompanhar anos de queixas sobre Madoff, muitas das quais foram feitas por um investigador de Boston, Harry Markopolos, que ela

tratou como um maluco. A SEC também foi incompetente em suas próprias investigações sobre Madoff. Mas suponha que um alto executivo do Goldman Sachs, UBS ou JPMorgan Chase tivesse ligado para o diretor de vigilância da SEC e dito: “Você realmente precisa dar uma olhada cuidadosa em Bernard Madoff. Ele pode estar dando um golpe. Não há provas, mas há cinco fatos muito suspeitos, e eis o que você deveria procurar.” Se tivesse vindo deles, a SEC teria de prestar atenção, mesmo no estado lamentável e impotente ao qual havia sido reduzida nos governos Clinton e Bush. Mas nenhum único banco que desconfiava de Madoff deu esse telefonema. Em vez disso, suspeitaram que ele era um escroque, mas ou o deixaram em paz ou ficaram contentes em ganhar dinheiro com ele.

A crise financeira como consequência lógica da criminalização financeira

Visto em conjunto, o que foi apresentado sugere uma grande mudança cultural no sistema bancário americano e mundial, e no modo como é tratado pelas autoridades de controle e punição. Desde os anos 1980 as finanças se tornaram mais arrogantes, mais antiéticas e cada vez mais criminosas. A tolerância ao comportamento explicitamente criminoso se tornou generalizada, entranhada nas estruturas do setor financeiro, e desempenhou um grande papel na rentabilidade e no faturamento do setor desde o final dos anos 1990. Em alguns casos a criminalidade financeira levou a crimes realmente graves (proliferação de armas nucleares), enquanto em outros casos foi um grande responsável por instabilidade financeira e recessão (a crise das S&Ls, a bolha da internet).

Ainda assim, nada desse comportamento foi punido de maneira significativa. O total de multas para esses casos

somados parece ser bem inferior a 1% dos lucros e bônus durante o mesmo período. Houve muito poucos processos e nenhuma condenação penal de grandes instituições financeiras dos Estados Unidos ou seus altos executivos. Nos casos em que indivíduos não ligados a grandes bancos cometeram crimes semelhantes, foram tratados com muito mais dureza.

Considerando esse histórico, é difícil evitar a conclusão de que a bolha das hipotecas e a crise financeira foram facilitadas não apenas pela desregulamentação, mas também pelos vinte anos anteriores de tolerância com o crime financeiro em grande escala. Para começar, a falta de processos levou aos poucos a uma aceitação culturalmente entranhada do comportamento antiético e criminoso nas finanças. Depois, gerou uma sensação de impunidade pessoal; banqueiros cogitando atos criminosos já não eram impedidos pelo medo de processos.

Minha própria conclusão após estudar este tema é que se a bolha da internet, o estímulo às fraudes na Enron e outras empresas e os escândalos de lavagem de dinheiro tivessem resultado em sentenças de prisão para altos executivos financeiros, a crise provavelmente teria sido muito menos séria, mesmo que a desregulamentação houvesse se dado da mesma forma no plano institucional. A lei ainda deixa um espaço considerável para comportamento perigoso e antiético, mas muitos dos abusos da bolha dependeram de criminalidade.

E assim como os últimos vinte anos de crimes impunes significaram sinal verde para a bolha, da mesma forma a não resposta dos Estados Unidos à bolha e à crise estão dando o tom do comportamento financeiro ao longo da próxima década. Portanto, além de um interesse na justiça em si, é importante considerar se o comportamento que gerou a bolha foi criminoso, se processos têm chances de sucesso e se colocar altos executivos financeiros na cadeia

em grande escala seria eticamente justificado e economicamente benéfico.

O governo Obama justificou seu fracasso em processar quem quer que fosse por crimes relacionados à bolha dizendo que embora muito do comportamento de Wall Street fosse irresponsável ou antiético, não era ilegal. Eis o presidente em uma entrevista coletiva na Casa Branca em 6 de outubro de 2011:

> Bem, em primeiro lugar, na questão dos processos em Wall Street, um dos maiores problemas no colapso do Lehmans [sic] e da subsequente crise financeira e todo o fiasco dos empréstimos subprime é que muitas daquelas coisas não eram necessariamente ilegais, eram apenas imorais, inadequadas ou negligentes. Exatamente por isso precisávamos aprovar a Dodd-Frank, para proibir algumas dessas práticas. O setor financeiro é muito criativo e está sempre buscando formas de ganhar dinheiro. É o trabalho deles. E se há lacunas e regras que possam ser contornadas e arbitragem para lucrar, eles irão tirar vantagem disso. Então, sem comentar nenhum processo específico – obviamente não cabe a mim; cabe ao procurador-geral –, acho que parte da frustração das pessoas, parte da minha frustração, é com o fato de muitas práticas que não deveriam ser permitidas não serem necessariamente contra a lei.[35]

Nessa e em muitas outras declarações o presidente e altas autoridades do governo se apresentaram como frustrados e de mãos atadas – querendo punir os responsáveis pela crise, mas incapazes de fazê-lo porque o comportamento deles não havia sido ilegal, e/ou o governo federal carece de poder suficiente para puni-los. Com desculpas pela minha vulgaridade, isso é babaquice.

Quando o governo federal realmente leva alguma coisa a sério – impedir outro 11 de Setembro ou perseguir grandes nomes do crime organizado – ele tem muitas ferramentas à sua disposição e costuma usá-las. Há grampos e escutas eletrônicas. Há agentes disfarçados que fingem ser criminosos para pegar seus alvos em armadilhas. Há as National Security Letters, uma forma agressiva de intimação administrativa que permite a autoridades federais obter em segredo praticamente qualquer registro

eletrônico – com direito a uma ordem restritiva declarando ilegal o alvo da intimação contar a qualquer um sobre isso. Há promotores especiais, forças-tarefa e grandes júris. Quando Patty Hearst foi sequestrada pelo Exército Simbionês de Libertação em 1974 o FBI colocou centenas de agentes no caso.

Em investigações sobre o crime organizado o FBI e promotores federais costumam começar por baixo de modo a chegar ao alto. Usam a técnica bem conhecida de pegar pessoas de nível inferior e oferecer a elas um acordo caso informem sobre e/ou testemunhem contra seus superiores – momento em que o FBI prende os superiores e faz a mesma coisa com eles até chegar ao topo da árvore. Há também a técnica de pegar pessoas pelo que pode ser provado contra elas, mesmo que não seja o crime maior. Al Capone nunca foi condenado por comercializar álcool ilegalmente, corrupção em grande escala ou assassinato; foi condenado por sonegação de impostos.

Tendo isso em mente, eis algumas observações sobre a ética, a legalidade e os aspectos práticos de processos relacionados à bolha:

Para começar, muito da bolha *foi* direta e maciçamente criminoso. É possível discutir qual parcela específica, onde ficam as áreas dúbias, quanto disso pode ser provado e assim por diante. Mas é óbvio que não foi zero. E faremos outra pequena excursão pelo setor em breve tendo em mente essa questão.

Em segundo lugar, se você realmente quisesse apanhar essas pessoas, conseguiria. Talvez não todas elas, mas com certeza muitas. Algumas violações relacionadas à bolha são muito claras, com fortes evidências por escrito. Se você investigasse um número suficiente de pessoas, algumas delas sem dúvida teriam coisas interessantes a contar sobre o que sua alta administração sabia. E muitos dos responsáveis pela bolha são os mesmos responsáveis pelos

outros crimes que acabamos de estudar que não foram investigados ou punidos de maneira séria. Muitas dessas pessoas também cometeram vários crimes – uso de drogas, uso de prostitutas, sonegação fiscal, insider trading, classificação fraudulenta de despesas pessoais como despesas da empresa. Muitas delas ainda estão nos mesmos empregos e, portanto, sujeitas a supervisão das autoridades e pressão, assim como suas empresas. De fato, há muitas técnicas, muitos âmbitos, organizações, regulamentos e estatutos, cíveis e penais, disponíveis para investigar essas pessoas, puni-las e recuperar o dinheiro que elas tomaram – caso se quisesse de verdade. O governo federal não usou quase nenhum.

Terceiro, o argumento moral para a punição é muito forte, fornecendo ampla justificativa para exagerar no lado da investigação legal agressiva. Qualquer parcela do comportamento bancário durante a bolha que tenha sido criminosa por certo foi substancial, e não há nenhuma dúvida de que foi completa e disseminadamente antiética, concebida para fraudar na vida real, mesmo que não na legislação. Desde a crise as pessoas que a causaram foram tudo menos honestas e contritas. Foram evasivas, desonestas e rápidas em se justificar, retomando o mais depressa possível seu comportamento inequivocamente egoísta. Esse comportamento causou enormes danos, humanos e econômicos; as consequências de suas malfeitorias são tão grandes que justificam quase qualquer ação que possa ajudar a prevenir outra crise como esta pela criação de desestímulos reais. Também haveria benefícios intangíveis, mas grandes, na elevação do padrão ético de um setor vital, um no qual os executivos com frequência se tornam funcionários de alto nível dos governos.

Considerando-se esse histórico, vamos agora analisar a questão da responsabilidade penal, bem como a possibilidade de processar.

J’accuse

Uma lista razoável de crimes sujeitos a processo cometidos durante a bolha, a crise e o período posterior por empresas de serviços financeiros inclui:

- Fraudes com títulos (muitas formas)
- Fraude contábil (muitas formas)
- Violações de serviços honestos (fraude postal)
- Suborno
- Perjúrio e dar declarações falsas a investigadores federais
- Violações da lei Sarbanes-Oxley (certificar declarações contábeis falsas)
- Crimes Rico e violações penais da lei antitruste
- Regulamentos de transparência para ajuda federal (relacionados a empréstimos do Federal Reserve)
- Crimes de comportamento pessoal (muitas formas: consumo de drogas, sonegação fiscal etc.)

Além disso, empresas do setor financeiro e executivos cometeram muitas transgressões pelas quais poderiam ser processados em ações cíveis, que têm um ônus da prova menor (preponderância de evidências, em oposição a além de dúvida razoável). Essas transgressões incluem violações civis à Sarbanes-Oxley, fraude cível e violações de muitos regulamentos da SEC, especialmente aos relacionados às exigências de transparência.

Vejamos alguns exemplos.

Fraudes com títulos

Aqui nos deparamos com uma abundância. O primeiro princípio aplicável é a Rule 10b-5, promulgada pela SEC

sob a autoridade do Securities Exchange Act de 1934. Ela diz:

> Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de qualquer meio ou instrumento de comércio interestadual, ou dos correios ou de qualquer instalação de qualquer bolsa de títulos nacional,
>
> (a) Empregar qualquer mecanismo, esquema ou artifício para fraudar,
>
> (b) Fazer qualquer declaração inverídica de um fato material ou deixar de afirmar um fato material necessário de modo a fazer as declarações dadas, à luz das circunstâncias nas quais foram feitas, não enganadoras, ou
>
> (c) Tomar parte de qualquer ato, prática ou condução de negócio que opere ou operaria como fraude ou logro contra qualquer pessoa, em relação à compra ou venda de qualquer título.

Há vários elementos essenciais a um crime 10b-5: precisa ser uma *declaração enganosa ou omissão* suficientemente *material* para afetar a opinião de um investidor; ser feita *intencionalmente*; na qual o investidor *tenha confiado* para tomar sua decisão; e que tenha causado diretamente *perdas reais*. A regra pode ser usada pela SEC para abrir processos cíveis, pelo Departamento de Justiça para ações cíveis e penais, e também por indivíduos entrando com ações cíveis. Mesmo que os títulos em questão estejam sendo vendidos para sofisticados investidores profissionais, você não pode mentir para eles.

Por onde começar?

Como já vimos, quase todos os prospectos e materiais de venda de títulos lastreados em hipotecas vendidos de 2005 a 2007 foram uma coletânea de falsidades. Mas isso começa bem antes na cadeia alimentar. *Também* já vimos que os criadores de hipotecas cometeram fraudes com títulos quando descreveram de forma errada as características dos conjuntos de empréstimos e a natureza e extensão de suas diligências sobre eles quando venderam pacotes para securitizadores (e aceitaram financiamento deles). A maioria ou todos os securitizadores (significando quase todos os bancos de investimento e os maiores conglomerados bancários) então cometeram fraude com

títulos quando apresentaram erradamente as características dos empréstimos que lastreavam seus CDOs, as características dos títulos lastreados em hipotecas resultantes e a natureza e os resultados de suas diligências no processo de criar esses CDOs. Os secutirizadores também cometeram fraude contra títulos quando fizeram apresentações erradas similares aos seguradores desses CDOs e aos vendedores de proteção de CDS para esses CDOs.

A seguir os executivos de criadores e securitizadores cometeram uma outra forma de fraude de títulos em suas declarações aos investidores e ao público sobre a condição financeira de suas empresas. Eles sabiam que estavam cometendo uma fraude que em algum momento teria de acabar, e à medida que a bolha chegou ao auge e começou a murchar, mentiram repetidamente sobre o quadro financeiro de suas empresas. Em alguns casos também esconderam outras informações materiais, como o grau em que executivos estavam vendendo ou comprando hedge para suas próprias ações por saber que as empresas estavam prestes a quebrar.

Depois, vários bancos de investimento cometeram fraude com títulos quando não revelaram nas informações ao investidor estar vendendo títulos que haviam criado para se livrar de seus piores empréstimos e CDOs, ou que foram projetados para fracassar, de modo a que os bancos de investimento e seus clientes de fundo de hedge pudessem lucrar apostando em seu fracasso. Os CDOs sintéticos Hudson e Timberwolf vendidos pelo Goldman Sachs, que foram objeto das audiências do subcomitê Levin do Senado, oferecem uma ótima base para um processo. O braço corretor do Goldman havia sido coagido a encontrar e empurrar seus ativos mais perigosos para investidores institucionais ingênuos – bancos médios alemães, bancos da Coreia do Sul, pequenos fundos de pensão públicos e

assemelhados. Declarações importantes no material de vendas do Hudson – que os ativos não tinham origem no próprio estoque do Goldman – eram mentiras, e mentiras materiais, já que os investidores haviam aprendido a ter cautela com bancos se livrando de seu próprio estoque ruim. E-mails mostram que altos executivos rastrearam cuidadosamente a eliminação do lixo, e ficaram contentes com a descarga dos ativos Timberwolf – e deveriam, já que os ativos não valeriam quase nada em alguns meses. Não houve processos.

Muitas grandes instituições financeiras dos Estados Unidos, incluindo os bancos, mas também firmas de contabilidade, agências de classificação e seguradoras, se envolveram em outras fraudes com títulos durante a bolha. Já observamos as informações erradas dos bancos quanto à segurança e liquidez de títulos de juros definidos em leilão, por exemplo, pelas quais ninguém sofreu processo penal. Da mesma forma, o Citigroup não revelou em suas apresentações aos investidores que era contratualmente obrigado a recomprar, ou indenizar pelas perdas de, enormes volumes de títulos que havia colocado em veículos de investimento estruturado (SIVs) fora do balanço. (Nesse caso o Citigroup pode ter uma defesa legal – embora suas apresentações aos investidores fossem enganosas, o Citigroup *revelou* a existência de obrigações relacionadas a SIVs em notas de pé de página dos relatórios anuais de desempenho entregues à SEC.) Da mesma forma, a AIG e as outras seguradoras de títulos também foram altamente desonestas em suas apresentações ao público investidor quando, com a bolha chegando ao pico e começando a murchar, enfrentavam desastre financeiro iminente.

Em alguns casos já temos clara evidência de que altos executivos tinham conhecimento e envolvimento nessas fraudes. Por exemplo: as apresentações trimestrais aos investidores são quase sempre feitas pelo CEO ou o CFO da

empresa; se mentiras foram contadas nessas apresentações, ou se fatos materiais foram omitidos, a responsabilidade é da alta administração. Em alguns casos, como no do Bear Stearns, já temos prova, a partir de processos cíveis, de que executivos do mais alto escalão estiveram diretamente envolvidos na criação e venda de títulos cujos prospectos continham mentiras e omissões. Em outros casos ainda não temos evidência direta do envolvimento de altos executivos, mas tal participação é provável. Se promotores obrigassem as pessoas diretamente envolvidas a falar, não tenho nenhuma dúvida de que muitas delas implicariam a alta administração. Há vários motivos para acreditar nisso. Primeiro, o volume de dinheiro era grande demais. Em segundo lugar, a maioria das empresas exigia que a alta administração aprovasse o lançamento de grandes títulos. E terceiro, a alta administração de várias securitizadoras era dominada por pessoas que, em momentos anteriores de suas carreiras, haviam se envolvido profundamente em atividades similares, e de quem se esperaria que as monitorasse atentamente e compreendesse.

Fraude contábil

Aqui também temos várias oportunidades conhecidas para processos, bem como muitas outras prováveis. Já sabemos, claro, que a Fannie Mae e a Freddie Mac se envolveram em enormes fraudes contábeis durante anos até serem descobertas em 2003-2004. Essas fraudes não resultaram em processos penais, tendo gerado apenas punições cíveis leves; alguns dos beneficiados puderam manter o resultado de seus ilícitos, e nenhum foi multado em mais que seus ganhos ilícitos. Esses crimes já prescreveram.

Contudo, também temos conhecimento de outras prováveis violações. A mais conhecida é o truque “Repo 105” pelo qual o Lehman Brothers, com o conhecimento de sua firma de contabilidade americana, ocultou de forma fraudulenta seu grau de alavancagem durante a bolha. Os contadores americanos do Lehman, a Ernst & Young, se protegeram insistindo em que negócios Repo 105 fossem nominalmente conduzidos por uma subsidiária estrangeira, de modo que puderam fingir não perceber quando produziram os números consolidados. A despeito do fato de que essa foi claramente uma transação fraudulenta, ninguém foi processado, ou sequer multado.

O Lehman e muitos outros securitizadores também inflaram o valor de seus ativos. No caso do Lehman, a sobreavaliação mais ofensiva foi sobre sua carteira de imóveis comerciais, cuja avaliação inflacionada em bilhões de dólares foi discutida explicitamente pela alta administração do Lehman no ano anterior à quebra da empresa. Outras empresas, como Merrill Lynch e Citigroup, inflacionaram o valor de seus ativos relacionados a hipotecas – empréstimos aguardando securitização, CDOs aguardando venda, pedaços de CDOs que não conseguiram vender ou decidiram manter. Já vimos, por exemplo, que corretores do Merrill Lynch pagaram a corretores em outro grupo do Merrill Lynch para “comprar” títulos de hipoteca por preços inflacionados quando eles não puderam ser vendidos no mercado aberto. Em alguns casos essas avaliações inflacionadas eram conhecidas e discutidas dentro da empresa; e, novamente, algum grau de envolvimento da alta administração é provável. Mais uma vez, ninguém foi processado.

Joseph Cassano e a alta administração financeira da AIG impediram de maneira agressiva Joseph St. Denis de avaliar corretamente a carteira de CDS da AIG Financial Products depois de o auditor da AIG ter comprovado uma fraqueza

material nas declarações financeiras da seguradora. Cassano e a alta administração da AIG também deram uma série de declarações públicas extremamente imprecisas e desencaminhadoras a investidores e analistas de investimento em 2007 e 2008. A AIG continuou a manter valores inflacionados para suas posições em CDS e títulos de hipotecas no final de 2007 e na primeira metade de 2008, embora o Goldman Sachs estivesse reduzindo violentamente suas próprias avaliações de títulos de hipotecas e exigindo e recebendo grandes volumes de garantias de CDS da AIG. Não houve processos relativos a essa situação.

Parece inconcebível que as firmas de contabilidade dos bancos nunca tivessem consciência dessas fraudes. Em vários casos, como na fraude Repo 105 e na contabilidade da AIG para sua carteira de CDS, já há evidências públicas de que estas firmas sabiam na época que fraudes estavam sendo cometidas. Contudo, não houve um único processo penal contra uma firma de contabilidade dos Estados Unidos referente à bolha.

Violações de serviços honestos e suborno

As emendas de 1988 ao estatuto federal de fraudes contra os correios incluem o seguinte: "*esquema ou artifício para defraudar* inclui um esquema ou artifício para privar outro de direitos intangíveis a serviços honestos". Esse estatuto tem sido usado para processar muitos casos de corrupção e fraude financeira. Recentemente a Suprema Corte decidiu que o estatuto era anticonstitucionalmente vago, e limitou sua aplicação a casos envolvendo subornos ou repasses ilegais.

Contudo, vários casos ainda parecem se encaixar. Prêmios por spread de rendimento, autorizados ou mesmo

ordenados pela alta administração dos criadores de hipotecas, certamente levaram a muitas violações de qualquer direito a serviços honestos. Alguns desses emprestadores eram de propriedade dos bancos, e outros sem dúvida foram pressionados ou estimulados pelos bancos a fornecer volumes maiores de empréstimos com rendimentos maiores. Não houve nenhum processo contra emprestadores ou altos executivos de emprestadores por violação de serviços honestos relacionados à bolha. Além disso, o caso de Jefferson County envolve, em primeiro lugar, propinas pagas pelo JPMorgan Chase a funcionários municipais, mas, ainda mais interessante, propinas pagas ao Goldman Sachs para induzir o Goldman a não fazer uma oferta pelo projeto. Ninguém no JPMorgan Chase ou no Goldman foi processado.

Por fim, as agências de classificação estariam prontas para processos por violações de serviços honestos, mesmo no alcance recentemente reduzido do estatuto. Embora a defesa da livre expressão com base na primeira emenda possa proteger as agências de classificação de muitas formas de responsabilidade cível, não as protege de responsabilidade penal. Com diferentes graus de explicitação, todas as três maiores agências de classificação forneceram serviços desonestos aos investidores. Elas deformaram suas classificações para beneficiar os emissores que as remuneravam; não revelaram em que grau recebiam comissões de consultoria para esses emissores; não revelaram que a alta administração pressionava os funcionários a classificar um número absurdamente grande de títulos, impedindo qualquer investigação efetiva; não revelaram que quando receberam a oferta de informações (de Clayton Holdings, por exemplo) que teriam melhorado a precisão das classificações, deliberadamente as recusaram; e afirmaram que estavam de fato fornecendo serviços de classificação neutros

quando, com frequência, estavam apenas fornecendo altas classificações automáticas para títulos fraudulentos. Não houve um único processo penal, por violação de serviços honestos ou qualquer outro crime, contra nenhuma das grandes agências de classificação ou seus executivos.

Perjúrio e dar declarações falsas a investigadores federais

É crime de perjúrio mentir sob juramento, seja em um depoimento ou um processo cível, ou ao depor perante o Congresso. Também é crime mentir para investigadores federais.

Também aqui há muitas oportunidades. Vários casos podem ser difíceis de provar, mas a realidade crua é que muitos executivos financeiros mentiram ao depor no Congresso. Angelo Mozilo testemunhou que não era do seu interesse ou de seus executivos conceder empréstimos fraudulentos, quando na verdade vimos, e o sr. Mozilo claramente sabia, que *era* do seu interesse financeiro fazer isso, mesmo que destruísse sua empresa.

E houve Lloyd Blankfein. Lloyd Blankfein testemunhou, por exemplo, que não tinha noção da importância que as classificações tinham nas decisões de compra de investidores institucionais. Blankfein passara a carreira inteira no Goldman Sachs (desde 1981) no comércio de *commodities* e títulos. Na maior parte da década antes de se tornar CEO ele foi executivo sênior da divisão do Goldman Sachs que incluía o negócio de renda fixa (títulos). A ideia de que ele não tinha noção da importância desempenhada pelas classificações nas compras institucionais de CDOs é, dizendo secamente, mais que absurda. Portanto, quando o sr. Blankfein testemunhou, em minha opinião estava cometendo perjúrio. Agora, eles conseguiriam provar isso? Estou disposto a apostar que se

você examinar os seus e-mails cuidadosamente e tomar depoimentos de todos ao redor dele, haverá muitas evidências de que sabia muito bem quão importantes eram as classificações. Seu depoimento perante o comitê do senador Levin também foi bastante suspeito quanto a sustentar que o Goldman estava "negociando", quando na verdade estava descarregando seu lixo de forma consciente e apostando contra os títulos resultantes que criava e vendia com esse objetivo. O depoimento de seus colegas foi, se isso é possível, ainda pior – Dan Sparks disse ter vendido Timberwolf *antes* que este fosse descrito como um "negócio de merda" e admitiu literalmente, dez segundos depois, quando desmascarado pelo senador Levin, que sim, também havia vendido depois disso.

Para dar outro exemplo, dessa vez das audiências da Comissão de Inquérito da Crise Financeira (e sim, foi um depoimento sob juramento), eis o ex-CEO do Citigroup Chuck Prince em um diálogo com um membro da comissão que o questionava e Robert Rubin:[36]

INTERROGATÓRIO FEITO PELO COMISSÁRIO MURREN

MURREN: O senhor mencionou que as exigências de capital eram muito importantes. O Citigroup alguma vez criou produtos projetados especificamente para evitar exigências de capital?

SR. RUBIN: Não sei responder isso.

MURREN: E o senhor, sr. Prince, criaria um produto simplesmente para – ou pelo menos tendo como um de seus principais objetivos evitar exigências de capital?

SR. PRINCE: Eu… Eu acho que a resposta é não, pois o produto teria que ser concebido como algo que um cliente quisesse. Em outras palavras, você não poderia criar um produto que fosse voltado para dentro. Se sua pergunta é se… Se a equipe criasse produtos… E durante a criação dos produtos tentasse minimizar o peso do capital, meu palpite é que a resposta seria sim, mas não tenho certeza.

MURREN: Então o senhor não ficaria surpreso de saber que nas minutas de uma de suas reuniões que se refere em particular à criação de novos produtos, no caso opções de venda de liquidez, há uma anotação que se refere especificamente ao fato de que esse tipo de estrutura evitaria exigências de capital?

SR. PRINCE: Não tenho como responder sem ver o documento e compreender o contexto.

“Opções de venda de liquidez” era o mecanismo pelo qual o Citigroup garantia que iria absorver perdas nos títulos de hipotecas colocados em SIVs fora de balanço. O mecanismo SIV-venda de liquidez não tinha um objetivo econômico legítimo; existia unicamente com o propósito de permitir ao Citigroup fraudar seu balanço e esconder o fato de que mantinha os riscos reais associados ao possível fracasso dos títulos.

É possível fornecer muitos outros exemplos desse tipo.

As audiências do Congresso produziram não apenas repugnância generalizada, mas também uma clara sensação, amplamente partilhada, de que havia um volume medonho de mentiras. Não houve processos por perjúrio.

Violações à Sarbanes-Oxley (cíveis e penais)

A lei Sarbanes-Oxley estabelece uma série de exigências para a conduta do CEO e da alta administração e também estabelece punições penais para certas violações. CEOs e CFOs de empresas de capital aberto devem certificar as declarações financeiras e de rendimentos de suas empresas, e também certificar a adequação dos mecanismos de controle internos para relato financeiro preciso. A SEC é responsável por estabelecer regulamentos nessas áreas e pode iniciar processos cíveis por sua violação. Mas a lei também estabelece punições penais, incluindo até dez anos em uma prisão federal, por conscientemente certificar declarações financeiras imprecisas, destruir registros ou retaliar um informante que procurar as autoridades legais.

Já vimos o nível de falsidade em carteiras de empréstimos, prospectos, apresentações a investidores e assim por diante. Vimos a inadequação da investigação interna e com frequência a eliminação deliberada dessa

investigação em relação à qualidade de empréstimos, e também em relação a como empréstimos fora das regras eram tratados – muitos foram securitizados em uma violação consciente dos parâmetros internos. Isso indica controles financeiros internos adequados? Também sabemos, claro, que emprestadores e securitizadores eram enormemente imprecisos em suas avaliações de empréstimos, CDOs e sobre suas próprias posições financeiras. Quanto disso era de conhecimento de seus CEOs? A resposta não pode ser nada. De fato, já temos um volume considerável de evidências que sugere o contrário.

Consideremos o Citigroup. Certo dia, após Richard Bowen enviar seu e-mail a quatro executivos seniores do Citigroup, incluindo o CFO e vice-presidente do conselho Robert Rubin, o então CEO do Citigroup, Chuck Prince, assinou a certificação Sarbanes-Oxley da empresa. Três meses depois, após Prince ter sido substituído por Vikram Pandit, o departamento de controle do meio circulante enviou uma carta, endereçada a Pandit, explicitamente o alertando para grandes deficiências nos relatórios financeiros e nos controles do Citigroup. Oito dias depois, Pandit assinou a *sua* primeira certificação Sarbanes-Oxley para o Citigroup. Ao longo dos dois anos posteriores o Citigroup perdeu mais bilhões de dólares à medida que suas avaliações anteriores de títulos se mostraram imprecisas.

Ou consideremos a AIG. O que pensar dos controles financeiros da AIG no final de 2007 e em 2008, em especial após o auditor interno da AIGFP ter pedido demissão em protesto depois de alertar o auditor-chefe da AIG de que estava sendo impedido de fazer seu trabalho? E o que pensar de Richard Fuld e seu CFO, Erin Callan, assinando as declarações contábeis do Lehman Brothers em 2008?

De fato, o Lehman oferece evidências particularmente diretas, não apenas por intermédio da revelação do truque

contábil Repo 105, mas também por intermédio das ações de um informante interno. Matthew Lee era vice-presidente sênior do Lehman, com a responsabilidade de supervisionar o balanço global da empresa. Em 16 de maio de 2008 o sr. Lee enviou uma carta escrita à mão a quatro executivos do Lehman: Martin Kelley, diretor de contabilidade; Gerard Reilly, diretor de controle de produtos de mercado de capital; Christopher O'Meara, diretor de risco; e Erin Callan, o CFO.[37] Lee começa sua carta observando que trabalhava para o Lehman desde 1994 e havia sido um "funcionário leal e dedicado". Depois continua:

Contudo, eu tomei consciência de certas condutas e práticas que me sinto obrigado a levar à sua atenção ...

Tenho motivos para crer que certa conduta da parte da alta administração da empresa pode estar violando o Código [de ética do Lehman]. O que se segue é um resumo ...

1. No primeiro dia de cada mês os livros e registros da empresa contêm aproximadamente cinco (5) bilhões de dólares em ativos acima do que é administrado ... Acredito que esse padrão indica que a alta administração da empresa não tem controle suficiente de seus ativos para ser capaz de estabelecer que suas declarações financeiras sejam apresentadas ao público de "forma justa, precisa e no tempo devido". ... Acredito ... que pode haver cerca de cinco (5) bilhões de ativos sujeitos a possível depreciação ... no mínimo acredito que o modo pelo qual a empresa está relatando esses ativos é potencialmente enganoso para o público e vários órgãos governamentais. ...

2. A empresa tem uma prática estabelecida de consolidar cada conta de balanço ... A empresa tem bilhões de dólares em balanços não consolidados, que podem ou não ser ativos "ruins" ou sem desempenho ou passivos reais. De qualquer forma, a alta administração da empresa pode não estar em posição de saber se todas essas contas são, de fato, descritas de forma "justa, precisa e no tempo devido", como exigido pelo Código ...

3. A empresa tem bilhões de dólar [sic] de estoque que provavelmente não pode comprar ou vender em qualquer mercado reconhecido pelos valores de mercado registrados na atualidade ...

4. Não acredito que a empresa tenha investido o suficiente nos sistemas financeiros e no pessoal exigidos e razoavelmente necessários para lidar com esse balanço aumentado ...

5. Não acredito que haja administração com conhecimento suficiente nas funções e departamentos de finanças em Mumbai, Índia. Há uma possibilidade muito real de uma possível declaração equivocada de fatos materiais ...

> 6. Por fim, ... certo pessoal de auditoria interna sênior não tem o conhecimento profissional para executar devidamente as funções de auditoria atribuídas ...
>
> Ficaria feliz de debater o apresentado com a alta administração, mas me senti compelido, moral e legalmente, a chamar sua atenção para essas questões ...

No final das contas, Lee estava certo na maioria dos casos. Cerca de um mês depois Lee também alertou os auditores do Lehman, a Ernst & Young, sobre o truque Repo 105. (Mas isso não era necessário; eles já sabiam, e não fizeram nada para impedir, havia mais de um ano.[38] Eles também não foram processados.) Então, o que pensar de Erin Callan e Richard Fuld certificando as declarações financeiras do Lehman naquele trimestre?

Ou das certificações de Angelo Mozilo das declarações da Countrywide e a adequação de seus controles financeiros internos? Ou de Stan O'Neal assinando as declarações do Merrill Lynch enquanto seus funcionários subornavam uns aos outros e os lucros da empresa se transformavam em um prejuízo de 80 bilhões de dólares nos dois anos seguintes ao seu afastamento? *Et cetera*. Mas não houve processos cíveis ou penais com base em violações da Sarbanes-Oxley.

Crimes Rico e violações penais da lei antitruste

Tanto a Rico quanto as leis federais contra trustes fornecem ferramentas para processar conspirações criminosas. A Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act (Rico), a lei contra o crime organizado, estabelece severas punições penais (e cíveis) por operar uma organização criminosa. Permite especificamente processar os líderes de uma organização criminosa por ordenar ou ajudar outros a cometer crimes. Também estabelece que os estelionatários devem devolver todos os ganhos ilícitos obtidos por

atividades criminosas, e permite que promotores federais consigam bloqueio dos ativos dos réus antes do julgamento. E, por fim, permite processos penais de empresas que empregam criminosos segundo essa lei.

A Rico foi explicitamente concebida para cobrir crimes financeiros organizados, bem como organizações criminosas como a máfia e cartéis das drogas. De fato, o professor de Direito que redigiu boa parte da lei, G. Robert Blakey, disse certa vez à revista *Time* que "não queremos criar um conjunto de regras para pessoas cujos colarinhos são azuis e cujos nomes terminam com vogais e outro conjunto para aqueles cujos colarinhos são brancos e que têm diplomas da Ivy League". A Rico foi usada em casos que variaram de escândalos de abuso sexual na igreja católica até Michael Milken. De fato, os processos penais movidos contra Milken e sua empresa, a Drexel Burnham Lambert, foram baseados na Rico. Grande parte do comportamento existente durante a bolha, abordado neste e nos capítulos anteriores, pareceria coberto pela Rico. Mais ainda, o confisco de ativos antes do julgamento é uma técnica eficaz e amplamente usada no combate ao crime organizado, e confiscos federais de ativos geram hoje mais de 1 bilhão de dólares por ano. Contudo, não houve um único processo baseado na Rico relativo à crise financeira, nem foi emitida uma única ordem com base na Rico para confiscar os ativos de qualquer banqueiro ou empresa.

É importante notar que o confisco federal de bens representaria não apenas justiça para os criminosos, mas também para as vítimas. A lei federal permite que bens confiscados sejam usados para indenizar as vítimas. Neste caso o potencial impacto econômico dos confiscos seria enorme. Confiscar os bens pessoais de apenas sete pessoas com enorme responsabilidade pela bolha e a crise (Angelo Mozilo, Richard Fuld, Jimmy Cayne, Joseph Cassano, Stan O'Neal, Henry Paulson e Lloyd Blankfein) poderia gerar

mais de 2 bilhões de dólares para indenizar vítimas. Se o governo federal confiscasse os bens de, digamos, cinco mil pessoas, representando uma parcela substancial do total dos bônus (e do comportamento criminoso) dos bancos de investimento relacionados à bolha, isso poderia gerar dezenas de bilhões de dólares em indenização às vítimas. Tais ações provavelmente permitiriam mais indenizações às vítimas do que todo o acordo de 26 bilhões de dólares para encerramento dos processos por fraudes relacionadas a hipotecas movidos por 49 procuradores-gerais estaduais.

A lei antitruste oferece outra ferramenta para processos penais e obtenção de indenização financeira. Desde 1975 a lei federal antitruste estabelece penas severas para violações. A lei antitruste também permite que seja triplicado o valor de indenização em julgamentos cíveis, que podem ser baseados em provas de condenações penais.

Há muitos motivos para suspeitar que acordos e violações da lei antitruste são comuns no setor financeiro. Vários importantes estudiosos do setor – entre eles Simon Johnson, Eliot Spitzer e o jornalista de finanças William Cohan – sugeriram que o sistema bancário americano precisa ser examinado seriamente para eliminar o problema dos trustes. Uma grande investigação de trustes, em andamento enquanto este livro era escrito e conduzida por autoridades americanas, europeias e japonesas, se concentra na determinação de taxas de juros, em particular a London Inter Bank Offered Rate (Libor), a taxa de empréstimos interbancários usada para definir muitos juros de curto prazo. Também tem havido uma série de acordos cíveis, descritos acima, relacionados a definições de preços e concorrências dirigidas no mercado de títulos municipais.

No geral o setor se tornou extremamente concentrado, e todas as grandes empresas fazem negócios umas com as outras, mesmo em mercados nos quais elas em tese concorrem. A esmagadora maioria de toda subscrição de

títulos, financiamento de private equity, negócios de fusões e aquisições e comércio de derivativos nos Estados Unidos é agora controlada por Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Citigroup, Bank of America e Wells Fargo. As maiores empresas de private equity (como KKR, Blackstone e Texas Pacific Group) costumam fazer ofertas cooperativas por empresas, e trabalham não apenas umas com as outras, mas também com grandes bancos, na criação de pacotes financeiros para aquisições alavancadas.

Todos os grandes bancos cobram as mesmas taxas para grandes serviços como subscrição de ofertas públicas iniciais (7%), junk bonds (3%) ou distribuição de empréstimos (1%).[39] Ademais, tanto ofertas de ações quanto de títulos são com frequência "distribuídas". Neste caso, qualquer banco que ganhe o negócio de subscrever uma determinada oferta subcontrata partes da oferta para seus supostos concorrentes. Os bancos também criaram e operam uma série de associações, incluindo duas, Mers e Markit, que se envolveram muito na bolha e na crise financeiras.

Por pura coincidência, as autorizações de cliente usadas para contas de corretagem por todos os grandes bancos contêm cláusulas idênticas, pelas quais todos os clientes abrem mão do direito de ir aos tribunais para processar sua corretora por fraude. Em vez disso os clientes devem se valer da arbitragem da Finra, o órgão de autorregulamentação do setor, em geral covarde. Essa cláusula de arbitragem não é para aumentar a eficiência; ao contrário, as arbitragens da Finra são demoradas e extremamente caras, exigindo altas taxas legais e pagamentos aos árbitros. Na verdade a motivação do setor é que as arbitragens da Finra tendem a favorecer o setor e, muito importante, são sigilosas, ao contrário de julgamentos em tribunal, nos quais informações constrangedoras podem se tornar públicas. Ainda não foi

explicado como todos os bancos espontaneamente decidiram usar os mesmos termos nos contratos de corretagem.

Os bancos, juntamente com Visa e Mastercard, também parecem ter chegado a conclusões idênticas no estabelecimento de “tarifas de intercâmbio” para processar transações com cartões de crédito. As tarifas de intercâmbio na Europa e na Austrália geralmente são de 0,6% do valor da transação ou menos; nos Estados Unidos são uniformizadas em 2%. Em setembro de 2005 uma grande coalizão de associações do setor varejista moveu um processo coletivo antitruste contra Visa, Mastercard e os treze maiores bancos dos Estados Unidos.[40] No início de 2012 o processo ainda estava pendente. As estimativas de possíveis prejuízos variaram de vários bilhões a dezenas de bilhões de dólares. Contudo, as autoridades federais de combate aos trustes não agiram.

De fato, a despeito desse padrão de ampla combinação ilegal no setor, não houve uma condenação penal significativa por truste de nenhum grande banco ou banqueiro nos Estados Unidos nos últimos trinta anos.

Determinação de transparência para ajuda federal

Em 27 de novembro de 2011 a Bloomberg News noticiou que como resultado de um pedido com base na lei de liberdade de informação, descobrira que durante a crise o empréstimo de assistência dado pelo conselho do Federal Reserve aos maiores bancos havia sido muito maior do que antes se acreditava. O Fed mantivera a informação em sigilo; as estimativas anteriores baseadas nos documentos então disponíveis haviam estabelecido o total da ajuda em de 2 a 3 trilhões de dólares. Após obter os documentos a Bloomberg descobriu que o valor real, incluindo

empréstimos, garantias de empréstimos, títulos adquiridos e outros compromissos, era de impressionantes *7,8 trilhões de dólares*, com várias centenas de bilhões de dólares em empréstimos se destacando em todos os momentos no auge da crise.[41] A Bloomberg estimou que esses empréstimos a juros baixos geraram 13 bilhões de dólares em lucros adicionais para os bancos; um de meus colegas acredita que os lucros dos bancos foram provavelmente muito maiores.

Desde 1989 os regulamentos da SEC exigem que empresas de capital aberto revelem a ajuda material federal. Nenhum dos bancos revelou o volume desses empréstimos ou seu impacto nos lucros.[42] Essa é uma violação civil, não penal. Mas ao mesmo tempo que os bancos dependiam tanto de apoio governamental maciço, vários deles alegavam que suas posições financeiras eram seguras. Isso pode ser interpretado como fraude com títulos. Não houve processos cíveis da SEC relacionados ou processos penais.

Crimes de comportamento pessoal

Comportamento pessoal sujeito a processo penal pode variar de posse e uso de drogas como maconha e cocaína à contratação de prostitutas, utilização de prostitutas com objetivos empresariais, cobrança fraudulenta de serviços pessoais ou ilegais como despesas profissionais (serviços sexuais, consumo em boates de strip-tease ou discotecas), utilização fraudulenta ou apropriação indébita de ativos ou serviços empresariais para uso pessoal (por exemplo, utilização de jatos executivos), sonegação de impostos pessoais e uma série de outros crimes.

Eu talvez deva deixar claro aqui que não me entusiasmo com a ideia de processar pessoas por posse ou uso de

maconha, que acho que deveria ser legal. Em geral tendo a achar que qualquer coisa feita por dois adultos saudáveis conscientes, incluindo sexo remunerado, também deveria ser legal. Tenho dúvidas quanto à cocaína, que parece ser destrutiva, embora sua criminalização também seja enormemente destrutiva. A questão geral é que em circunstâncias comuns não defenderia desperdiçar recursos da aplicação da lei nessa área.

Mas as circunstâncias aqui não são comuns. Para começar, mais uma vez há uma enorme disparidade no tratamento dispensado às pessoas comuns e aos banqueiros de investimento. Todos os anos cerca de 50 mil pessoas são presas em Nova York por posse de maconha – a maioria delas pessoas comuns, não criminosos, cujo único crime foi acabar por acaso ao alcance de um policial. Nenhuma delas se chama Jimmy Cayne, a despeito do fato de que seu consumo de maconha foi discutido muitas vezes na imprensa nacional. Todos em Nova York sabem que os bancos de investimento são provavelmente o maior mercado de cocaína no planeta, para não dizer um pilar sólido do setor de boates de strip-tease e acompanhantes. Quem os federais pegaram por contratar acompanhantes? Eliot Spitzer.

Há nisso uma segunda questão ainda mais séria. Se a suposta razão para não processar é a dificuldade de montar casos, então há uma forma impressionantemente fácil de obrigar um monte de banqueiros a falar. É uma técnica usada de forma rotineira em casos de crime organizado. E o que é isso além de crime organizado?

À medida que o tempo passa, processos penais por fraudes da época da bolha se tornam ainda mais difíceis, até impossíveis, porque a prescrição para muitos desses crimes é rápida – três a cinco anos. Então, uma enorme oportunidade de justiça e educação do público logo terá sido perdida. Em algumas circunstâncias casos podem ser

abertos ou reabertos após a prescrição caso surjam novas evidências. Mas descobrir novas evidências também se torna mais difícil com o passar do tempo. E não há nenhum sinal de que o governo Obama esteja interessado em fazer isso.

Mas chega de criminalidade. Vamos nos voltar para o desperdício e a desestabilização econômica em grande escala – porque o sistema bancário desregulamentado moderno também é bom nisso.

---

[a] Acordos de swap quase sempre incluem multas de rompimento calculadas como o valor presente do fluxo líquido de renda devido à parte prejudicada pelo tempo restante de duração do negócio.

[b] O Merrill, por exemplo, oferecia aos investidores a oportunidade de recuperar quatro vezes o retorno dos fundos de referência de Madoff. Um investidor aplicava, digamos, 1 milhão de dólares, e recebia em troca uma promissória do Merrill, mais um empréstimo complementar de 3 milhões. Em troca o Merrill recebia uma comissão de investimento, mais uma polpuda comissão de empréstimo. Para cobrir sua responsabilidade o Merrill então costumava investir os 4 milhões de dólares no fundo de referência de Madoff – embora não precisasse fazer isso. A cada mês ele pagava o volume de dividendos que o cliente teria recebido se tivesse 4 milhões de dólares na conta de Madoff, menos uma taxa de incentivo de 20%. Observe que o próprio Merrill não tinha de fazer qualquer investimento de risco, e que os fundos do cliente nunca eram investidos diretamente em uma conta de Madoff.

[c] A conta original foi aberta em 1986 no Chemical Bank, que posteriormente se fundiu com o Chase. A fusão Chase/JPMorgan aconteceu em 2001, quando Madoff estava à beira de um crescimento espetacular.

7. Agentes de dor: finanças desregulamentadas como indústria subtrativa

VAMOS FALAR AGORA das implicações em grande escala do comportamento do setor financeiro. A primeira é que um setor financeiro sem princípios não é apenas antiético, ou mesmo criminoso; é altamente prejudicial à saúde econômica de um país.

Nos Estados Unidos (e algumas vezes em outros lugares) a desregulamentação financeira é defendida com o argumento de ser determinante para manter "vantagem competitiva" nos serviços da área, porque o setor financeiro é um grande empregador, criador de riqueza e motor do crescimento econômico. Contudo, a verdade é o oposto: as finanças desregulamentadas impõem um custo líquido enorme à economia americana e global. Longe de reforçar o seu devido papel de canalizar dinheiro para fins produtivos, a transformação e desregulamentação das finanças foi economicamente destrutiva – de modo desmesurado.

Esse custo se dá de duas formas. A primeira é que o setor hoje é inerentemente desestabilizador, não apenas para si próprio, mas para toda a economia. Esse é o problema descrito por Raghuram Rajan no estudo que apresentou na conferência de Jackson Hole em 2005, hoje muito maior e mais ameaçador. Alavancagem financeira, volatilidade, concentração estrutural, incentivos daninhos e falhas de informação (muitas vezes deliberadas) causaram o reaparecimento de bolhas financeiras e crises cada vez mais

destrutivas, com frequência intensificadas por fraude disseminada. Desde os anos 1980 essas crises ganharam em severidade e cada vez mais chegaram à “Main Street”,[a] causando enormes danos econômicos e humanos. De fato, em vez de falar de risco sistêmico *no* setor financeiro, devemos agora falar de risco sistêmico *do* setor financeiro.

A segunda forma de destruição econômica causada pelo setor é que mesmo quando os mercados estão temporariamente estáveis, as finanças se tornaram cada vez mais parasitárias. Uma grande parcela da receita e dos lucros do setor financeiro – quando há lucros – é hoje fruto de formas sofisticadas de sonegação, roubo ou corrupção, atividades antiéticas sem valor econômico. A lucratividade dessas atividades (e em certos casos sua própria existência) depende de lacunas legais e fiscais, sonegação de informação, barreiras legais artificiais à entrada no mercado, falta de proteção e indenização para as vítimas, cartelização e corrupção política – circunstâncias possíveis apenas em função da riqueza e do poder do setor. Mas como essas atividades são enormemente lucrativas, atraem muitas das pessoas mais instruídas dos Estados Unidos, bem como enormes volumes de capitais e investimentos em sistemas de informação. O resultado é uma enorme dispersão e o desperdício de ativos e esforço humano potencialmente produtivos, bem como o aumento da desigualdade.

Finanças descontroladas e o desempenho econômico dos Estados Unidos: uma panorâmica

As economias modernas sem dúvida precisam de um setor de serviços financeiros sofisticado. A globalização demanda câmbio, hedging e sistemas de pagamento. Cidadãos mais ricos demandam mais tipos de poupança, investimento, empréstimos e pecúlios. O capital de risco financiou empresas de alta tecnologia muito produtivas, como Google,

Apple, Cisco, Intel, eBay e Amazon. Algumas inovações financeiras são enormemente benéficas – e entre os exemplos estão cartões de crédito, caixas eletrônicos, microempréstimos, fundos indexados, internet banking e o sistema americano de capital de risco.

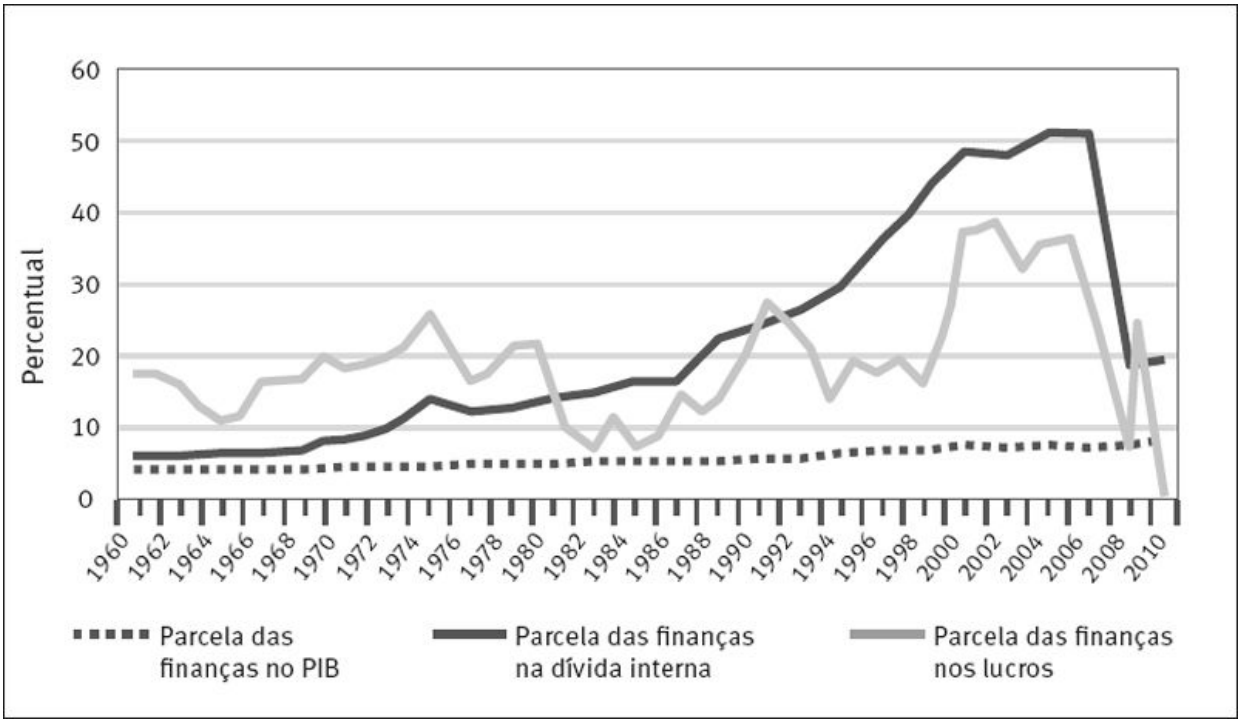
Mas a hiperfinanceirização descontrolada de uma economia é um problema sério. Ao longo dos últimos trinta anos o setor financeiro dos Esta dos Unidos cresceu como um tumor maligno. Muitas de suas "inovações" recentes não passam de truques para fugir de regulamentos, impostos e justiça, e algumas delas se mostraram profundamente destrutivas. Os extraordinários altos e baixos nas dívidas e nos lucros do setor financeiro – em claro contraste com sua contribuição modesta para o PIB – sugerem que ele se tornou uma força inchada e desestabilizadora.

E o hipercrescimento das finanças americanas não foi acompanhado de um melhor desempenho econômico real – exatamente o oposto. Os dois gráficos seguintes mostram que a alta recente do setor financeiro foi acompanhada de um declínio constante no crescimento do PIB e uma chocante disparada da desigualdade de renda, até um nível não visto desde 1929. Muito do aumento *real* da produtividade e do PIB dos Estados Unidos nas duas últimas décadas se deveu à tecnologia da informação, particularmente a revolução da internet. Eliminando a TI, o crescimento americano foi na verdade pífio durante esse período. Ainda mais, a contribuição do sistema financeiro para o aumento dos salários e da renda na economia como um todo foi modesta, mesmo ignorando os estragos que ele causou.

Se subtrairmos o setor financeiro, os salários reais americanos têm declinado. E se olharmos *dentro* do setor financeiro, descobriremos que esses aumentos de renda se concentraram pesadamente no 1% mais elevado do setor. Sua contribuição para o bem-estar dos outros 99%, *mesmo no setor financeiro*, foi na melhor das hipóteses pequena.

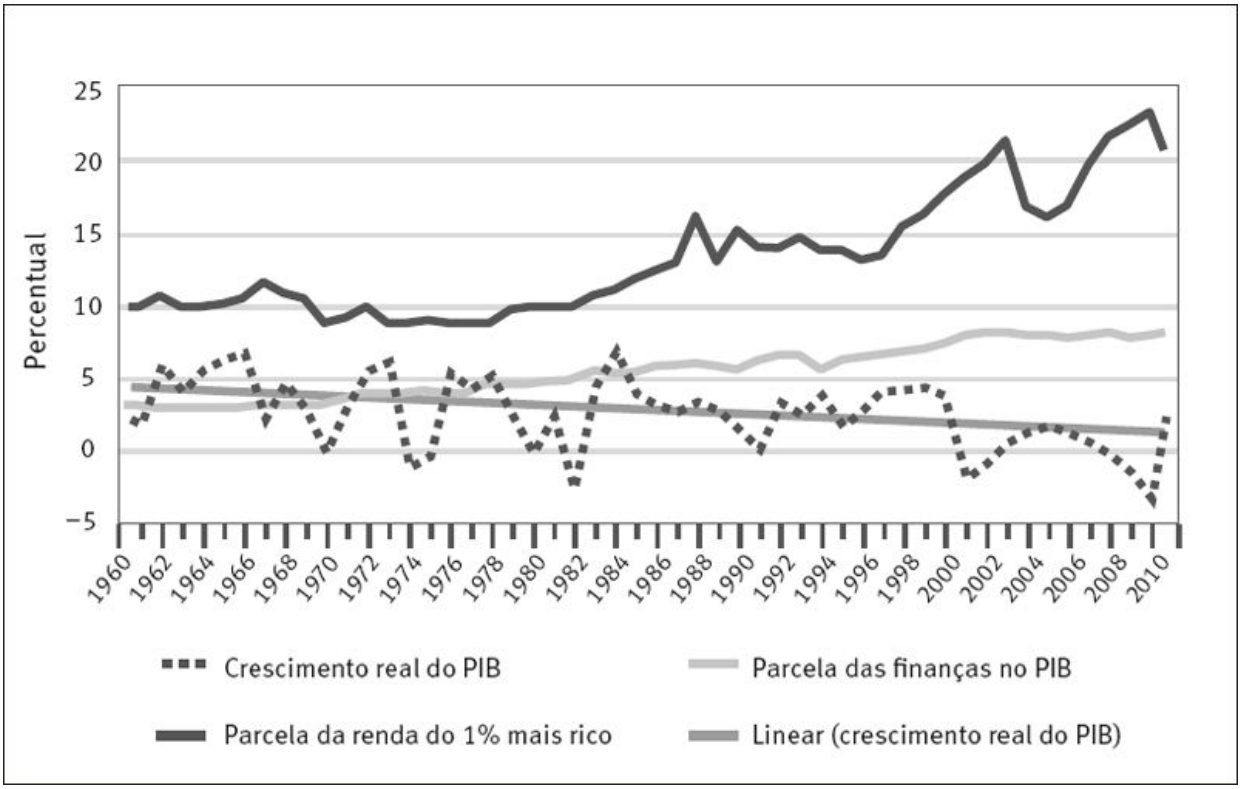
Além disso, como veremos, a lucratividade de algumas atividades do setor – especialmente bancos de investimento, gestão de patrimônio e private equity – frequentemente se dá à custa da renda e dos investimentos dos americanos médios.

Parcela das finanças: PIB, dívida, lucros



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Crescimento de finanças, PIB e desigualdade



Facundo Alvaredo, Tony Atkinson, Thomas Piketty e Emmanuel Saez, *World Top Incomes Database*, http://g-mond.parisschoolofeconomics.eu/topincomes/

Mas temos como medir os efeitos da desregulamentação dos serviços financeiros desde os anos 1980 sobre a economia como um todo? Sim, de algumas formas podemos, e não é um retrato bonito. Sem dúvida houve alguns benefícios – comissões mais baixas para compra de ações e títulos, sistema bancário nacional para aqueles que precisavam disso, taxas de juros ligeiramente mais baixas para *alguns* empréstimos ao consumidor (com certeza não para os cartões de crédito!). Mas a maioria desses benefícios poderia ter sido conseguida com mudanças muito limitadas na regulamentação. Em contraste, os *custos* da desregulamentação foram realmente chocantes.

Consideremos, por exemplo, os custos da recente bolha residencial e da crise financeira. Parafraseando o senador americano Everet Dirksen (falando dos orçamentos militares de apenas bilhões há muito tempo): um trilhão aqui, um

trilhão ali, e em pouco tempo você está falando de dinheiro de verdade.

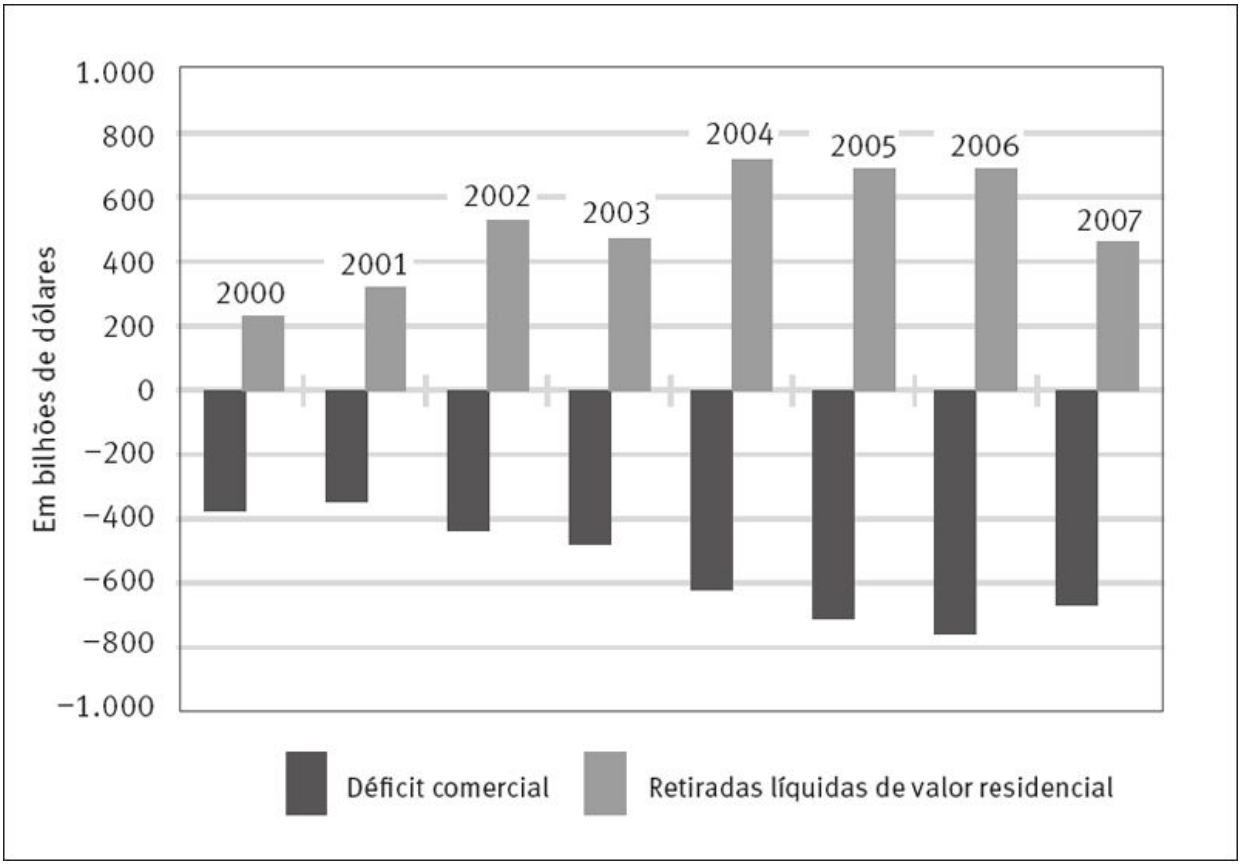
Vamos começar pelos danos infligidos pela farra nos empréstimos residenciais. No papel, o valor líquido das casas dos americanos mais que dobrou, de 6 trilhões de dólares em 2001 para 13 trilhões em 2005. Não era real, claro, mas os americanos não sabiam disso, e fizeram empréstimos pesados com base nos valores supostamente mais altos de suas casas. Então houve a quebra, que reduziu o valor do patrimônio, mas não a dívida. Ao longo dos cinco anos seguintes, com o estouro da bolha, o valor líquido do patrimônio imobiliário americano despencou para 6 trilhões de dólares, quase o mesmo do começo da década, e menos de metade de seu auge em 2005.[1] No começo de 2012, cerca de 20% de todas as hipotecas nos Estados Unidos ainda estavam "abaixo da linha-d'água", significando que os mutuários deviam mais do que suas casas valiam. As feridas econômicas disso levarão anos para curar.

O efeito foi ainda pior porque os emprestadores estavam empurrando segundos empréstimos residenciais – do tipo "Libere o valor de sua casa". De 2000 a 2007 os consumidores dos Estados Unidos retiraram 4,2 trilhões de dólares em dinheiro de suas casas – quatro vezes mais do que nos anos 1990. Como muito desse dinheiro foi destinado a bens de consumo importados, alimentou o déficit comercial americano, que disparou em mais de 4 trilhões de dólares nesses mesmos anos (ver gráfico na página 229). O déficit comercial total nos anos 2000 foi cinco vezes maior do que o dos anos 1990.[2]

Em 2005, o setor imobiliário e outros relacionados, como moveleiro e equipamentos, foi responsável por metade do crescimento econômico americano. Muito dessa atividade foi puro desperdício, deixando os Estados Unidos com casas em excesso e mal localizadas, muitas delas ineficientes no uso de energia. A construção em grandes espaços demanda instalação custosa de redes de água e esgoto; grandes

espaços interiores e isolamento ruim são por definição ineficientes no uso de energia; e a distância implica lares com muitos carros. Hoje, milhões desses imóveis foram retomados, estão vazios ou foram vendidos por menos que o custom de construção.[3] Mesmo que venham a ser novamente ocupados um dia, determinarão custos excessivos de energia e serviços públicos.

Retiradas líquidas de valor residencial e déficit comercial: 2000-2007



Fonte: Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve

Mas os custos não terminam aí, e a quebra não prejudicou apenas donos de imóveis e construtoras. O governo federal gastou um volume enorme de dinheiro salvando o sistema financeiro dele mesmo, e depois salvando a economia do sistema financeiro. As estimativas variam muito (você deve contar os 2 trilhões de dólares em compras de títulos pelo Federal Reserve ou não?), mas o custo para

os contribuintes do resgate do setor financeiro certamente foi na casa de centenas de bilhões de dólares. (Apenas Fannie Mae, Freddie Mac e AIG devem ter custado bem mais de 200 bilhões.) E qualquer um que tinha ações da AIG, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Bear Stearns, claro, perdeu quase tudo. Então toda a economia entrou em recessão, golpeada pelo colapso de imóveis e empréstimos. Um ano após o início da crise financeira, GM e Chrysler estavam falidas, e o desemprego americano era oficialmente de 10% (na realidade provavelmente 15%), o pior índice desde a Depressão. Mas ao mesmo tempo que os americanos lutavam com o desemprego e a queda acentuada no valor dos imóveis, tinham uma dívida familiar 80% maior do que era no começo da década. Apenas a nova elite fabulosamente rica do país estava imune.

Então o governo federal gastou 800 bilhões de dólares em estímulo de emergência numa época em que a receita de impostos diminuía acentuadamente, enquanto os republicanos barravam esforços para devolver os impostos dos ricos aos níveis anteriores a Bush. Como resultado, os déficits continuaram a aumentar e a dívida interna dos Estados Unidos cresceu cerca de 50% como resultado da crise (mais uma vez, dependendo de como você faz as contas).[4] Depois, com o fim dos estímulos federais, muitos orçamentos estaduais entraram em crise, levando a severos cortes em educação, cuidados com a infância e outros serviços fundamentais para o bem-estar econômico. E a dor continua. A taxa de pobreza dos Estados Unidos disparou, milhões de imóveis foram retomados e milhões de americanos estão “abaixo da linha-d’água” – eles hoje devem mais às hipotecas do que os imóveis valem. No começo de 2012 o desemprego oficial continuava acima de 8%, o crescimento econômico dos Estados Unidos era anêmico e a Europa deslizava para uma recessão.

Países europeus também foram obrigados a fazer enormes gastos de estímulo, o que aumentou a dívida e

contribuiu de maneira significativa para os problemas europeus com a dívida soberana. De fato, os efeitos da bolha imobiliária e da crise financeira americana merecem muito mais atenção na discussão sobre a crise da dívida soberana europeia. É verdade que o sistema da União Europeia e muitos países da zona do euro têm grande rigidez estrutural, que reduziu o crescimento e aumentou o endividamento. Também é verdade que alguns desses países, em particular Irlanda e Espanha, tiveram suas próprias bolhas imobiliárias. Contudo, também é verdade que com exceção da Grécia a maioria deles (mesmo aqueles que agora têm uma dívida imensa) tinha um volume de dívida perfeitamente administrável até a crise financeira.

No começo de 2008, dentre os países da zona do euro, a Grécia tinha o maior percentual de dívida em relação ao PIB – e essa relação era inferior a 110%. O da Itália era um pouco inferior, pouco acima de 100%. A relação da dívida para com o PIB na Irlanda era inferior a 70%; a da Espanha, em torno de 40%; e a de Portugal, apenas cerca de 25% – muito inferior e mais conservadora do que nos Estados Unidos, na Alemanha e na maioria dos outros países desenvolvidos. Mas no começo de 2012 a dívida grega era de 170% do PIB, a da Irlanda acima de 100%, a da Espanha de mais de 60% e, impressionantemente, a relação entre dívida e PIB em Portugal mais que quadruplicara, para 110%. Esses aumentos catastróficos não foram causados por surtos repentinos e simultâneos de gastos exagerados – nada como, digamos, o surto de empréstimos e gastos que caracterizou os Estados Unidos durante a bolha. Na verdade esse enorme aumento súbito na relação entre dívida e PIB na zona do euro foi causado pela Grande Recessão, combinada com a necessidade de estímulos de emergência (déficits) para evitar o total colapso econômico. Em outras palavras, foi causado pelo setor financeiro dos Estados Unidos.

Quando este livro estava sendo escrito ainda não sabíamos o que aconteceria com a crise da dívida soberana europeia. Mas seus efeitos já eram horrendos. Grande parte da população grega vive hoje na miséria, com os conflitos sendo cada vez mais frequentes. O desemprego dos jovens na Grécia, Espanha e em Portugal supera hoje 50%. Vários países da Europa oriental, como Hungria e Letônia, estavam economicamente devastados, e a crise empurrara a Hungria para um governo radical que ameaçava seu status de democracia. Movimentos políticos radicais também ganharam força surpreendente em outros países europeus, incluindo a França, e mesmo na Escandinávia, especialmente a Finlândia.

A Ásia foi menos afetada. Ainda assim, 10 milhões de trabalhadores migrantes na China perderam seus empregos praticamente da noite para o dia em 2008-2009. Mas a China se recuperou mais depressa que os outros países, em parte devido a um programa de estímulo de emergência de 500 bilhões de dólares implantado pelo governo central chinês.

É impossível chegar a um único número confiável para os custos de tudo isto, mas com certeza é de trilhões de dólares, provavelmente dezenas de trilhões. Além dos custos econômicos, houve muito sofrimento humano, e as instituições econômicas e financeiras e a reputação dos Estados Unidos ficaram desacreditadas aos olhos do mundo.

E o que os americanos receberam em troca? Quem se beneficiou do inchaço predatório das finanças americanas? De modo geral um número relativamente pequeno de pessoas no setor financeiro – talvez 50 mil, 100 mil no máximo – ficou muito rico graças à sua dor. No auge da bolha, a renda anual *média* de um funcionário do Goldman Sachs era de 600 mil dólares; e mesmo nos bancos de investimento a renda foi muito distorcida para o topo da pirâmide. (Lembrem-se das decisões de bônus do sr. Thain no Merrill Lynch, onde cerca de metade do total de bônus

pagos foi para as mil pessoas do alto.) Durante a bolha um grupo maior de pessoas, talvez meio milhão no total, ganhou *algum* dinheiro, talvez em média 500 mil dólares cada, graças ao acaso, pequenas desonestidades e especulação – banqueiros de nível inferior, avaliadores desonestos, corretores de hipotecas, revendedores de casas, funcionários de concessão de empréstimos de hipoteca subprime, corretores de imóveis em áreas em que havia bolha –, mas esse não foi um setor ou um esforço que tenha beneficiado milhões de americanos médios honestos. Apenas o sofrimento foi distribuído para todos.

No mínimo a experiência dos anos 2000 deveria eliminar a fantasia de que um setor financeiro desregulamentado inevitavelmente conduz capital para seu melhor destino, ou que a preocupação dos banqueiros com suas sagradas reputações os impediria de colocar suas instituições ou clientes em risco só por dinheiro.

Mas será que a bolha imobiliária e a crise financeira não foram apenas um tsunami que acontece a cada mil anos, uma daquelas tempestades aleatórias que você não pode prever ou controlar? Ou uma epidemia de abusos que não irá se repetir agora que todos aprenderam a lição?

Não exatamente. Para começar, lembre-se do registro histórico desde o começo da desregulamentação: as bolhas e crises das S&Ls e dos junk bonds dos anos 1980; a quebra do mercado de ações de 1987; o fiasco causado pelos derivativos no Long-Term Capital Management; a bolha de ações de internet/tecnologia de 1995-2000. Se incluirmos outros países que passaram por experiências semelhantes de desregulamentação, podemos adicionar bolhas e quebras na Islândia, Grã-Bretanha e em vários outros países. Então, embora a bolha imobiliária e a crise financeira tenham sido piores que outras, decididamente não estão sós.

Mas, em segundo lugar, se você olhar embaixo do capô, como Rajan começou a fazer em 2005, fica claro que o novo setor descontrolado de serviços financeiros dos Estados

Unidos é *inerentemente* perigoso. Instabilidade, desonestidade, bolhas e crises não são incidentais; são o resultado inevitável da ganância descontrolada por ganhos particulares à custa do público, intensificada pela maior velocidade e a inteligência artificial criada pela tecnologia da informação.

Mas *por que* o setor financeiro dos Estados Unidos é hoje tão inerentemente perigoso? Há cinco principais motores de risco catastrófico nas finanças desregulamentadas modernas: volatilidade, alavancagem, concentração estrutural, interdependência sistêmica e incentivos danosos. Quando combinados, eles criam algo maravilhosamente explosivo. Ou talvez uma metáfora melhor seja um coquetel temperado com cianureto.

Começaremos pela volatilidade, em particular a recente mudança do setor para muito maior confiança em financiamento de curto prazo.

A roleta da rolagem

Desde que a desregulamentação teve início, os bancos – em especial os bancos de investimento – passaram a depender cada vez mais de empréstimos de curto prazo concedidos pelos mercados financeiros. Em contraste, os bancos comerciais tradicionais conseguem dinheiro recebendo depósitos dos clientes. Isso também é empréstimo, e a princípio os poupadores podem pedir seu dinheiro de volta a qualquer momento. Mas na realidade as poupanças dos clientes em geral são muito estáveis (a não ser que haja um pânico que provoque uma corrida aos bancos).

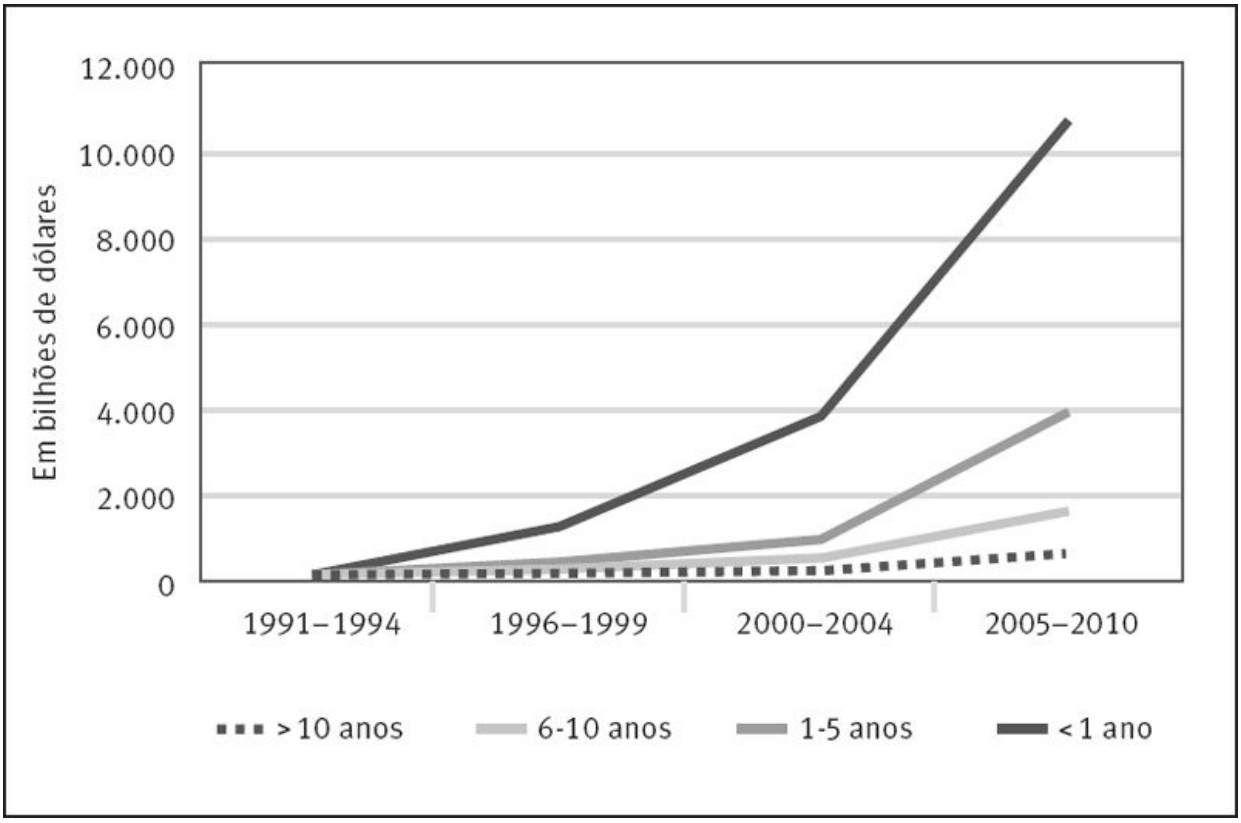
Todas as instituições financeiras, incluindo bancos de investimento, também tradicionalmente pegavam dinheiro emprestado emitindo promissórias de longo prazo. Mas uma das características chocantes dos antecedentes da crise financeira foi a redução muito acentuada do vencimento

médio da dívida do setor financeiro. Em vez de emitir promissórias de longo prazo os bancos de investimento começaram a pegar quantias cada vez maiores com emprestadores de curto prazo, como fundos de curto prazo. A principal razão para essa reestruturação radical foi simples: era muito mais lucrativo, pois as taxas de juros de curto prazo são inferiores às de longo prazo.

Mas também era arriscado e desestabilizador. Esses empréstimos de curto prazo precisam ser constantemente rolados, ou renovados, e se o sistema financeiro tiver problemas as renovações irão parar, levando o sistema a uma crise em questão de semanas, ou mesmo dias. O gráfico a seguir mostra o aumento significativo destes empréstimos.

Os grandes bancos de investimento americanos foram responsáveis por uma considerável parcela desse aumento nos empréstimos de curto prazo. Eles os usavam para correr riscos – comprar ativos, alguns para revenda e alguns que, apostavam, seria lucrativo manter. A tabela 3 na página 235 mostra os “registros de ativos” – ou seja, as posições de ativos – e os níveis de empréstimos de curto prazo das seis empresas financeiras dos Estados Unidos com maiores bancos de investimento e operações de compra e venda no final de 2007, quando a crise começou.

Empréstimos de instituições financeiras globais, por vencimento



Fonte: UK Financial Services Authority

TABELA 3: **Posição financeira dos maiores bancos dos EUA, final de 2007**

	(EM BILHÕES DE DÓLARES)			
	REGISTRO DE ATIVOS	AUMENTO ANUAL	EMPRÉSTIMOS DE CURTO PRAZO	FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL
Bear Stearns	122,5	13,0	130,3	11,1
Lehman Brothers	313,1	86,5	263,1	(–45,6)
Citigroup	539,0	145,1	450,7	(–71,4)
JPMorgan Chase	491,4	125,7	232,8	(–110,6)
Merrill Lynch	234,7	30,9	316,5	(–72,4)
Goldman Sachs	406,4	118,0	325,1	(–68,2)
Totais	2.107,1	519,2	1.718,5	(–357,1)

Fonte: Relatórios anuais das empresas

A crise anestesiou nossa capacidade de absorver grandes números. No final do ano fiscal de 2007 essas seis instituições tinham 2,1 *trilhões* de dólares em ativos

negociados, meio *trilhão* mais que no final do ano fiscal de 2006. Seu 1,7 trilhão de dólares em empréstimos de curto prazo equivalia a 12% do PIB dos Estados Unidos em 2007. Mas esses são instrumentos que vencem todo dia, ou semana, ou mês. Então, a soma de seus resgates em dinheiro nos mercados era obviamente muito mais alta. Mesmo que o prazo médio fosse mensal – e talvez era inferior a isso – o total anual de resgates em dinheiro teria sido superior a 20 trilhões de dólares, apenas para esses seis bancos. Qualquer perturbação, mesmo que por um período curto, seria calamitosa.

Ademais, observem esses impressionantes 357 bilhões de dólares em fluxo de caixa operacional *negativo*. A maior parte disso refletia o aumento crescente dos ativos. Mas uma segunda razão é que os bancos podem apresentar ganhos não realizados em seus ativos negociáveis como lucros no período corrente, de modo que com frequência havia uma grande diferença entre lucros anunciados e fluxo de caixa real. Essa é outra força desestabilizadora. Em tempos normais, se os bancos precisam de caixa, podem vender alguns de seus ativos. Mas e se o valor desses ativos de repente despenca por terem sido sobreavaliados durante uma bolha? E se uma crise obriga todos os bancos a vender ativos ao mesmo tempo, causando excesso de oferta e forçando a queda dos preços? Os bancos adoravam a chamada contabilidade de ajuste ao mercado durante a bolha, mas então tentaram freneticamente bloqueá-la durante a crise.

Como medida de segurança, a maior parte dos empréstimos de curto prazo era garantida, ou segurada pelos bancos, oferecendo como garantia títulos supostamente seguros. Se o banco não conseguisse pagar o empréstimo, a garantia seria confiscada e vendida. Originalmente títulos do Tesouro eram a única garantia aceita, mas durante a bolha os emprestadores começaram a

aceitar títulos de hipoteca. Afinal, eles eram classificados como AAA – tão seguros quanto títulos do Tesouro, certo?

Isso era um acidente esperando para acontecer, e aconteceu. O volume de empréstimos a curto prazo era enorme, e aumentava rapidamente. As “garantias” eram compostas de instrumentos cada vez mais frágeis, alguns deles fraudulentos. Banqueiros estavam ganhando um volume enorme de dinheiro mantendo a roda do hamster rodando. A roda girou cada vez mais rápido, até que disparou para o espaço.

Esses mercados de empréstimos a curto prazo finalmente entraram em colapso no final do verão e início do outono de 2008, à medida que gestores de fundos de curto prazo e outras fontes de capital de curto prazo ficavam cada vez mais nervosos quanto ao colapso da bolha. Eles pararam de emprestar aos bancos, dessa forma produzindo um enorme ataque cardíaco por todos os mercados financeiros globais. Começou com o Lehman, que era quase inteiramente dependente de financiamento de curto prazo. Quando seus emprestadores pararam de aceitar até mesmo seus papéis de hipotecas AAA como garantia, o Lehman ficou sem dinheiro quase instantaneamente. Seu pedido de concordata bloqueou dezenas de bilhões de dólares que haviam saído de fundos de curto prazo. Sem ter acesso a seu dinheiro, os operadores de fundos de curto prazo tiveram de apelar a suas reservas para manter seu sagrado valor de 1 dólar por ação; o Reserve Fund, um dos maiores e mais antigos, quebrou. Esse era um dos acontecimentos que Paulson e Bernanke de veriam ter previsto, mas não previram. Isso causou uma enorme corrida aos fundos de curto prazo, com depositantes retirando seus recursos em pânico. Assim, os fundos pararam de emprestar dinheiro aos bancos e indústrias. Isso ameaçou de imediato a solvência de todos os grandes bancos de investimento, até o Federal Reserve intervir e lançar oceanos de recursos no sistema bancário.[5] O Departamento do Tesouro também anunciou que pela

primeira vez o governo federal iria garantir ativos em fundos de curto prazo.

Em outras palavras, a excessiva dependência de financiamento de curto prazo é perigosa. Em um quadro de crise, ou mesmo em momentos de estresse, isso cria uma volatilidade que pode colocar o sistema em risco em pouco tempo. Esse perigo foi multiplicado exponencialmente pela alavancagem excessiva. O enorme aumento de ativos durante a bolha só foi possível devido a enormes empréstimos.

Alavancagem extrema, explícita e oculta

Desde que a desregulamentação teve início, a alavancagem total nos serviços financeiros aumentou de modo astronômico, e muitas vezes de formas invisíveis para autoridades, clientes e emprestadores.

Assim que a muralha Glass-Steagall entre emprestadores comerciais e corretores foi derrubada, conglomerados financeiros como JPMorgan Chase, Citigroup e Bank of America começaram a aproveitar. As divisões de banco de investimento e corretoras dessas instituições passaram a ter uma base de capital muito maior para sustentar compras e negociações. Então, em 2004, as rígidas limitações numéricas à alavancagem dos bancos de investimentos foram eliminadas, substituídas por avaliações dos próprios bancos. Sozinha, essa mudança permitiu que os cinco maiores bancos de investimento aumentassem sua alavancagem em cerca de 50%, o que foi criticado ainda na época. Na reunião da SEC que aprovou a mudança por unanimidade, ouviu-se um comissário dizer: bem, todos sabemos que esses caras são grandes, então se der errado será uma bagunça realmente grande – um comentário acompanhado de um riso nervoso.[6]

Mas a alavancagem apresentada nos balanços dos bancos era apenas uma parcela da verdadeira alavancagem do sistema financeiro. Havia várias razões para isso. Primeiramente, talvez aproveitando uma dica da Enron, que usava entidades fora do balanço para esconder risco, os bancos criaram muitas novas entidades de objetivo especial (SPEs), veículos de investimento estruturados (SIVs) e que tais, usados para transferir ativos arriscados para fora dos balanços. Eles fizeram um lobby pesado para que essas entidades recebessem tratamento contábil favorável do Financial Accounting Standards Board (Fasb), seus auditores e pelas autoridades, e conseguiram.

Tais disfarces foram rotina em meados dos anos 2000. O Citigroup fica em primeiro lugar pela pura escala de sua desonestidade. O balanço final do Citigroup em 2007 mostrava ativos totais de 2,2 trilhões, dos quais 1,5 trilhão – em empréstimos, ativos negociáveis e investimentos – eram ativos "arriscados". Mas nas notas de pé de página descobrimos que o Citi tinha *outro* 1,1 trilhão em ativos arriscados além daqueles indicados no balanço. Portanto, seu balanço real era 50% maior do que o registrado nos livros, e sua exposição a ativos arriscados era 73% maior. Além disso, do 1,1 trilhão em ativos ocultos, muitos estavam entre os piores produzidos durante a bolha.

A lógica do tratamento fora do balanço era que o Citigroup e os outros bancos haviam "vendido" os ativos para novas entidades que ficavam com os riscos de inadimplência. Mas assim como grande parte da contabilidade dos bancos durante a bolha, isso era mentira. Primeiro, para tranquilizar os investidores, o Citi frequentemente garantia essas entidades contra perdas. Escondidas nas notas de rodapé de suas declarações financeiras era possível ver referências a compromissos estabelecidos "assinando uma opção de liquidez ou outro mecanismo de liquidez ... [e] garantias, cartas de crédito, credit default swaps ou total return swaps", que transferiam

o risco das entidades fraudulentas de volta para o Citigroup. Em outros casos não havia garantia legal, mas uma grande expectativa por parte dos investidores, totalmente encorajada pelo Citigroup, de que perdas seriam cobertas de forma similar à garantia implícita do governo federal a Fannie Mae e Freddie Mac.

O Merrill Lynch foi ainda pior. A crer nos contadores da empresa, 2005 e 2006, o auge da bolha financeira, foram os melhores da história do Merrill, com receita superior a 26 bilhões de dólares em 2005 e acima de 34 bilhões em 2006. Como o Merrill pagou aproximadamente metade de toda a receita aos funcionários, esses também foram anos de remuneração recorde em dinheiro – 12,4 bilhões de dólares e 17 bilhões, respectivamente.[7]

Mas ao longo dos dois anos seguintes o Merrill *perdeu* mais dinheiro do que havia ganhado em todos os anos somados desde 2003. O Merrill tinha um volume enorme de ativos tóxicos cujo valor despencou na crise. No final, para todo o período de 2003 a 2008, o Merrill Lynch teve um total de 100,4 bilhões de receita, e pagou 80,4 bilhões em remuneração, mas perdeu 14,6 bilhões em termos acumulados. O Merrill pagou 80% de sua receita real em remuneração porque muito de sua suposta receita anterior era fraudulenta e existia apenas no papel, então evaporou, enquanto os pagamentos de bônus com base nela eram muito reais, e em dinheiro vivo.

Em outubro de 2007, Merrill e Citi tiveram perdas muito grandes, e as duas empresas “aceitaram as demissões” de seus CEOs. Nos dois casos, as perdas se deveram basicamente à repatriação forçada dos SPEs e SIVs para seus balanços. Na maioria dos casos eles não tinham escolha, pois as garantias que haviam assinado determinavam que fizessem isso.

O Lehman e vários outros bancos também usaram truques contábeis comuns para ocultar o grau de sua alavancagem. Usando o truque Repo 105 já mencionado, o

Lehman artificialmente “vendeu” e depois “recomprou” coisas pouco antes e depois do final de cada trimestre, fazendo a empresa parecer menos alavancada do que realmente estava. Eles descobriram um escritório de advocacia britânico muito legal, o Linklaters, disposto a cuidar disso, desde que feito na Europa. Mas era basicamente fraude contábil, e o Lehman sabia. No final da bolha o Lehman admitiu ter estado alavancado em mais de trinta por um; graças ao truque Repo 105, bem como a várias entidades fora do balanço, sua alavancagem real era ainda maior. Eram assim os bancos de investimento americanos em 2008.

Concentração estrutural: grande demais para quebrar, o que muitas vezes é o mesmo que grande demais para ter sucesso

À medida que a desregulamentação avançava, o setor financeiro dos Estados Unidos se tornou muito mais concentrado, tanto em cada mercado quanto transversalmente. Quando a bolha começou, os serviços financeiros americanos eram dominados por cinco bancos de investimento independentes, quatro enormes conglomerados financeiros, três seguradoras e três agências de classificação. Várias empresas – certamente Goldman Sachs, AIG, JPMorgan Chase, Bank of America e Citigroup, e talvez até mesmo algumas menores, como Lehman Brothers, Wells Fargo e Morgan Stanley – eram grandes o suficiente para que seu colapso colocasse em perigo todo o sistema financeiro. Em outras palavras, elas eram grandes demais para quebrar.

Esse quadro era exacerbado pelo fato de que muitos mercados isolados eram, e continuam a ser, ainda mais concentrados do que o setor como um todo. Cinco instituições controlam mais de 95% de todo o comércio de

derivativos ao redor do mundo, e duas – Goldman Sachs e JPMorgan Chase – controlam perto de metade. Três agências de classificação dos Estados Unidos dominam esse mercado globalmente. Um grupo de cerca de doze bancos controla a Libor – a taxa usada para definir quase todas as taxas de juros de curto prazo – e tem sido acusado de conspirar para manipulá-la. Os cinco maiores bancos de investimento dominam o mercado de ofertas públicas iniciais, com frequência partilham parcelas dessas ofertas uns com os outros e cobram as mesmas comissões. Joint ventures criadas coletivamente por todos os grandes bancos de investimento dominam vários mercados relacionados à bolha; por exemplo, os índices de títulos de hipotecas usados como referências para a construção de muitos CDOs sintéticos. E assim por diante. Como resultado, muitos mercados importantes estão sujeitos a um comportamento cartelizado, que também pode desestabilizá-los.

Além disso, alguns dos maiores bancos também são, teme-se, grandes demais para *ter sucesso*.[8] Eles são tão grandes, tão complexos, com tantas atividades diferentes, que se tornou impossível, mesmo para CEOs bem-intencionados, monitorar todas elas. O Citigroup é talvez o caso mais evidente; Chuck Prince foi contratado em parte para eliminar os problemas legais e de regulamentação do Citigroup que remontam à época internet-Enron. Ele fez isso. Mas era um advogado, e nunca examinou com atenção suficiente o que os banqueiros de investimentos estavam fazendo no mercado de hipotecas. Talvez tenha confiado em que Robert Rubin cuidasse disso, mas o sr. Rubin era preguiçoso demais, ou arrogante demais. E se avaliado mais pela receita que pelo risco potencial, o negócio de hipotecas do Citigroup era apenas uma pequena parte do banco, fácil de ser negligenciada. Assim, enquanto a quebra do Bear Stearns e do Merrill Lynch podem ser atribuídas a falhas grotescas de administração e governança corporativa, o caso do Citigroup se deveu em parte ao próprio tamanho. É

de pensar como o JPMorgan Chase se sairá quando Jamie Dimon se aposentar, e se o Bank of America poderá um dia ser administrado com eficiência agora que engoliu Countrywide, U.S. Trust e Merrill Lynch.

União firme

A tecnologia da informação e a globalização, embora enormemente benéficas em muitos sentidos, têm um lado negro. Elas levaram a um grau de cooperação, e, portanto, interdependência entre muitas instituições distintas que nunca antes havia sido visto no comportamento econômico. E o custo da hipereficiência é a fragilidade do sistema. Vemos isso no modo como um tsunami no Japão prejudica as operações de empresas americanas de eletrônicos e automóveis, em como vinte terroristas podem paralisar os Estados Unidos por uma semana, e talvez também possamos ver isso nas finanças. Na época anterior à internet e à desregulamentação do sistema financeiro, a quebra de uma instituição ou um mercado não colocava em risco tudo o mais. Isso já não é verdade.

De forma chocante, apenas com a quebra do Lehman em setembro de 2008 altos funcionários federais – o secretário do Tesouro Hank Paulson, o presidente do conselho do Fed Ben Bernanke e o presidente do Federal Reserve de Nova York Tim Geithner – pareceram se dar conta de como o sistema financeiro global se tornara interconectado. Talvez eles tivessem acreditado em sua própria propaganda. Durante anos os bancos insistiram em que haviam repassado muito de seu risco para investidores ricos, fundos de hedge, fundos de pensão e assim por diante. Derivativos como credit default swaps foram anunciados como particularmente maravilhosos para reduzir risco. Mas o repasse do risco era uma miragem. Se você acompanhasse o dinheiro e os riscos ao longo do sistema, no final eles

voltavam para os bancos. E assim que uma crise tivesse início, eles percorreriam o sistema de maneira muito mais rápida e violenta do que qualquer ser humano poderia compreender ou administrar.

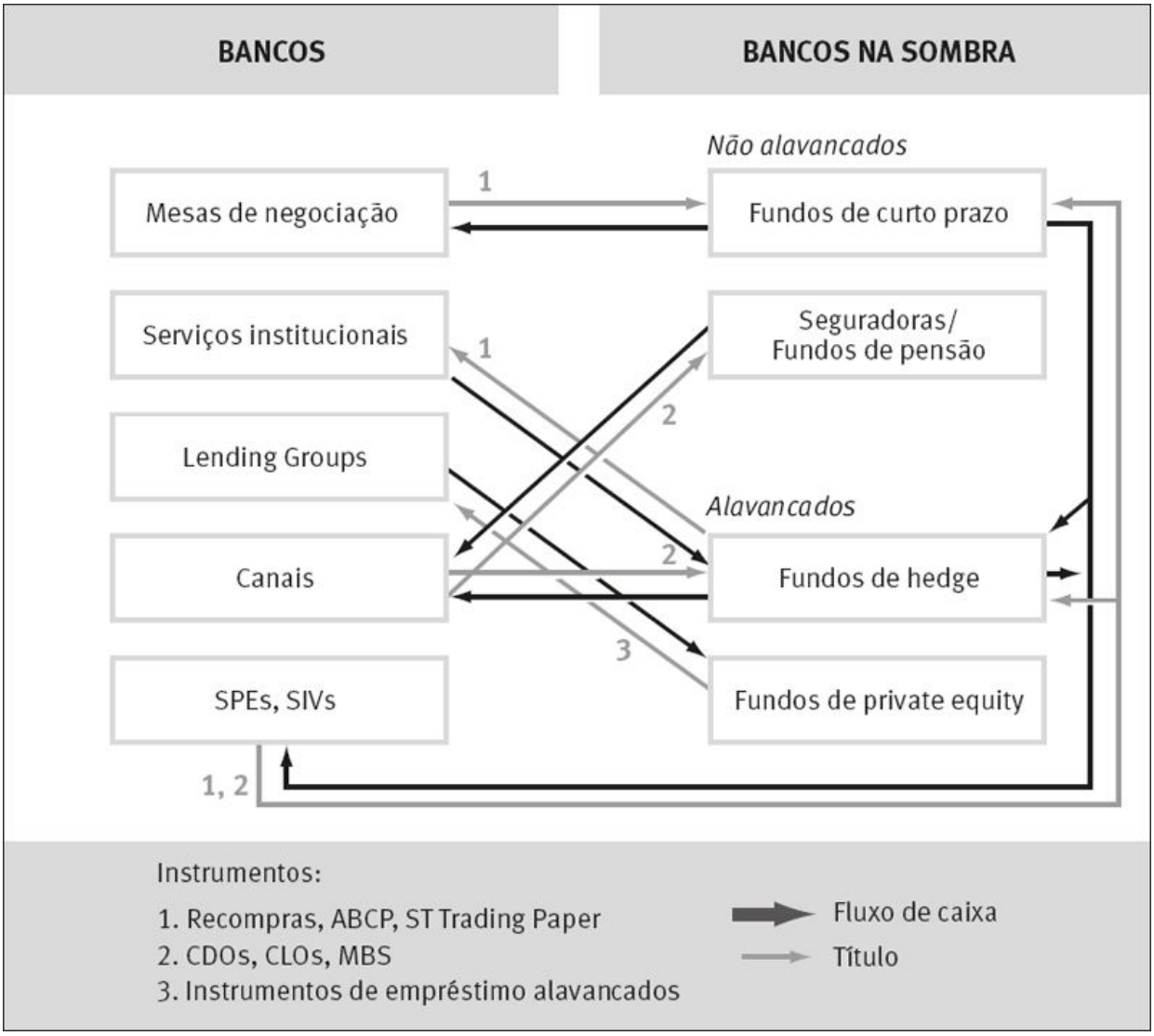
Richard Bookstaber, engenheiro e economista com profunda experiência em finanças e administração de risco, batizou esse fenômeno de “união firme”, o sistema no qual problemas se propagam muito mais rápido do que os administradores conseguem reagir, e no qual a interdependência sistêmica significa que perturbações podem rapidamente se tornar catastróficas enquanto se propagam. Em seu brilhante livro *Mercado financeiro: a crise anunciada*, escrito *antes* da crise e publicado em 2007, Bookstaber alertou que as finanças eletrônicas modernas eram perigosas nesse sentido. Ele estudou uma série de desastres não financeiros e financeiros, procurando características comuns. Descobriu que velocidade e eficiência aumentadas criaram o perigo de que administradores humanos fossem soterrados por acontecimentos. Também descobriu que as medidas que em tese aumentavam a segurança de uma instituição ou parte do sistema poderiam ter o efeito oposto no sistema *como um todo*, sobretudo se amplamente adotadas. Um exemplo que ele estudou foi o papel desempenhado pelo “seguro de carteira” em causar a quebra do mercado de 1987. Para exemplos mais recentes, pense em credit default swaps e na AIG; venda de ativos em hipotecas quando o pânico começou; ou sacar dinheiro de um fundo de curto prazo em setembro de 2008.

Provavelmente é inútil criticar em retrospecto a maior parte do comportamento das pessoas no Tesouro e no Federal Reserve em setembro de 2007, pois elas estavam tomando decisões sob grande pressão e com poucas informações. O que deve ser condenado é o modo como elas se comportaram antes e depois da catástrofe. Os senhores Greenspan, Bernanke, Paulson, Geithner e turma só

poderiam sustentar sua alegria beatífica e despreocupada em 2006-2007 ignorando intencionalmente um enorme volume de evidências em contrário. As perigosas crises financeiras que os Estados Unidos haviam experimentado desde o começo dos anos 1980 eram ao mesmo tempo recentes e muito visíveis. E o que esses cavalheiros recomendaram desde então? Nada muito impressionante.

O quadro a seguir, bastante simplificado, apresenta parte das relações que levaram à união firme no sistema financeiro moderno.

De fato, durante a bolha os bancos e os bancos não regulamentados foram parte de um único organismo altamente alavancado. Mas apenas um dos lados era aberto a investigação governamental, e mesmo o setor que se supunha regulamentado tinha muito pouco disso. À medida que ativos eram transferidos entre os dois lados, a alavancagem aumentava grandemente, e as interconexões se fortaleciam. Quando uma parte do sistema rachou, como um mecanismo de segurança inundado em uma usina nuclear, um derretimento global estava acontecendo quase antes que as autoridades percebessem. Em reação à quebra do Lehman, o mercado de financiamento de curto prazo se fechou, e a quebra começou.[9] E se a AIG tivesse quebrado, todos aqueles credit default swaps que ofereciam “proteção” não valeriam o papel no qual haviam sido escritos.



Fonte: Adaptado de Adair Turner/U.K. Financial Services Authority

Incentivos daninhos mais uma vez

Em 2008 Paulson e Geithner certamente estiveram certos em salvar a AIG, garantir os depósitos de fundos de curto prazo e dar 250 bilhões de dólares para fortalecer os bancos um mês depois. A culpa deles está em ter permitido que a bolha inchasse e não ter se preparado para a crise, e depois em salvar os bancos sem receber nada em troca, naquele momento ou depois, daqueles que haviam criado o

problema. Essa última questão é talvez a mais perigosa para o futuro. Deixar que eles se safassem não foi apenas moralmente obsceno; foi também desestabilizador, pois indicou que podiam fazer isso de novo. É possível ter algum consolo com o fato de que pilotos de companhias aéreas precisam ter cuidado porque também eles morrerão em uma queda – mas nas finanças americanas a verdade é justo o oposto. Quando o avião teve problemas no motor, olhamos pela janela e vimos os pilotos planando na direção da terra com os únicos paraquedas existentes. Mas onde mais os americanos podem fazer empréstimos e investir? O setor financeiro americano tem um público cativo.

Isso, por sua vez, explica muito da exposição ao risco e da desonestidade que acabamos de catalogar. Se volatilidade, alavancagem, concentração e interdependência sistêmica são tão inacreditavelmente perigosos, por que pessoas racionais iriam criar um setor assim? Há vários motivos, mas o principal é que os arquitetos e empreiteiros não são obrigados a morar na casa. Mas também há outras razões para a regulamentação. Sempre haverá pessoas dispostas a fazer coisas perigosas, e elas precisam ser mantidas longe dos controles. Há problemas de bens públicos/ações coletivas: indivíduos são impotentes para mudar o sistema, então eles também não têm de se submeter (por exemplo, se Nova York proíbe algo, mas a Califórnia não, então ele se muda para a Califórnia – ou Londres). Isso significa que apenas um amplo controle pode ser eficiente. Mas claramente o estímulo isolado mais poderoso para assumir riscos e fraudar foi o fato de que todos os benefícios ficavam com aqueles que comandavam o sistema financeiro, enquanto os custos eram divididos por todos os outros.

Lembrem-se de nossa análise anterior de como as estruturas perniciosas de incentivos levaram corretores a destruir suas próprias empresas. Algo similar é verdade também no nível sistêmico. Primeiro, a lição de 2008 e desde então é a de que aqueles que destroem o sistema serão

resgatados e não serão punidos. Mas em segundo lugar, mesmo que você não os resgate, e mesmo deixando de lado pequenos detalhes como processos penais, há uma enorme desproporção entre a dor financeira do setor financeiro e a dor que ele causou à sociedade em geral. Dos trilhões de dólares que a crise financeira custou, apenas uma parcela muito pequena, decerto menos de 5%, foi paga pelo próprio setor financeiro.

Então, no final, as finanças desregulamentadas não são tão diferentes de prática médica, manutenção de aeronaves, exploração de petróleo no litoral, explosivos poderosos, armas militares ou energia nuclear desregulamentada (ou, talvez, até mesmo energia nuclear *regulamentada*). Você acha que seria divertido viver em um país onde absolutamente qualquer um pudesse alegar ser médico – caso fosse possível encontrar um lugar assim? Ou talvez um país sem força policial de verdade, no qual todos têm fuzis de assalto e explosivos? Tente passar alguns anos no Iraque, Afeganistão ou na Somália. Descubra se você gosta.

As finanças modernas são um setor parasitário?

Lorde Adair Turner, presidente do conselho da British Financial Services Authority, é um entre um número crescente de economistas e especialistas em finanças a levantar a questão de se o setor financeiro moderno é um fardo para a sociedade mesmo quando não está produzindo crises. Entre outros que levantaram a mesma questão estão Burton Malkiel, um professor de Princeton, e John Bogle, o fundador e ex-CEO do Vanguard Group. Malkiel e Bogle apontaram que a esmagadora maioria dos administradores de investimento não se sai melhor do que alguém arremessando dardos na parede.

Além disso, o problema é mais geral do que fundos mútuos. Em uma série de palestras e ensaios, lorde Turner

perguntou se as finanças modernas se transformaram em um setor de “arrecadadores de renda”, que é a versão econômica de “parasita”. Por “renda” os economistas querem dizer ganhos derivados de sua posição como gargalo ou sanguessuga, em vez de qualquer contribuição econômica real. Ganhos exagerados de cartéis, monopólios sancionados pelo governo, propinas arrancadas pelos poderosos e ganhos por informação confidencial são exemplos de “rendas” econômicas.

Grandes setores das finanças modernas parecem se encaixar nessa definição. Em alguns casos, em especial o setor de private equity e o setor de sonegação de impostos, os lucros do setor financeiro dependem pesadamente de brechas fiscais e exploração “soma zero” de trabalhadores. Eis alguns exemplos.

O setor de administração de carteiras

Há muito se sabe que carteiras indexadas de baixo custo quase sempre têm desempenho superior a gestão atuante de ativos. Embora a indexação tenha conseguido alguma penetração nas últimas décadas, a administração direta ainda domina nos planos de aposentadoria e pecúlio, e em quase todas as contas de investimento individualmente dirigidas. As altas comissões pagas por muitos investidores do varejo são casos claros de falha de informação e/ou poder de mercado, provavelmente exacerbadas por publicidade enganosa e concentração do setor. Mesmo o setor de fundos de hedge, acessível apenas a investidores ricos e institucionais, tem um histórico geral nada impressionante. Apesar das altas comissões que os fundos de hedge cobram, o setor superou em muito pouco os títulos do Tesouro nos últimos vinte anos. Há exceções, claro: Warren Buffet, George Soros e vários outros me ocorrem. Mas para cada

Buffet ou Soros, há muitos que não merecem suas receitas muito altas.

Negociação de alta frequência

O bilionário dos fundos de hedge Jim Simons, um antigo professor de matemática em Stony Brook, durante anos conseguiu retornos extraordinários usando computadores poderosos e algoritmos de negociação próprios para explorar pequenas tendências de mercado invisíveis aos seres humanos, e que com frequência duravam apenas uma fração de segundo. A negociação é totalmente automática – computadores tomam todas as decisões e executam todos os negócios. O efeito líquido é uma pequena taxa, uma forma de raspar o mercado como um todo. Investidores normais sem computadores gigantescos acabam pagando um pouco mais por negociações de ações e têm um retorno um pouco menor do investimento, enquanto Simons e seus imitadores acumulam microcentavos aos bilhões.

Não há nenhum benefício social na negociação de alta frequência; as posições não raro duram apenas milissegundos e não têm utilidade econômica. É um puro arrasto na economia, embora pequeno, como spam por e-mail. Os enormes volumes negociados na estratégia implicam custos substanciais, sobretudo para os sistemas de computador, e em pelo menos duas oportunidades a negociação de alta frequência causou perturbações de mercado chamadas “quebras-relâmpago”.

Os ganhos pessoais de Simons são na casa dos bilhões, fazendo dele um dos gestores de fundo de hedge mais bem remunerados do mundo. Claro que todos os grandes investidores reproduzem essa estratégia, que hoje responde pela maioria do volume total negociado. De fato, uma crescente parcela da gestão de fundos de hedge é jogo desse tipo, explorando minúsculas imperfeições de mercado

de vida curta para acumular riqueza sem produzir benefícios sociais.

Ocultação de dívida, nacional e não

Todos os leitores do noticiário econômico sabem que a Grécia está atolada em uma crise da dívida. Uma pergunta inicial, claro, era o quanto a Grécia devia. Uma equipe da autoridade financeira europeia fez um relato em 2010 sobre "as dificuldades em ... [conseguir] informação completa e confiável" sobre a dívida grega. Nenhuma surpresa, já que o Goldman Sachs estivera lá antes.

O Goldman realizou uma série de swaps cambiais muito favoráveis para a Grécia, criando ganhos imediatos de 2,4 bilhões de euros, usados para cobrir a dívida aparente do país. Tal negócio deveria levar a um pagamento em dinheiro da Grécia ao Goldman para cobrir os ganhos. Mas o Goldman cobriu isso estruturando outro swap, mas um de longo prazo postergado fora do balanço. Toda a transação serviu apenas para falsificar o balanço da Grécia e produzir comissões para o Goldman. Vários outros bancos de investimento foram acusados de fazer essencialmente a mesma coisa para uma série de empresas domésticas e estrangeiras, e para governos locais.

Sonegação fiscal

Uma parcela desconhecida, mas claramente significativa, dos advogados tributaristas e conselheiros financeiros americanos recebe estipêndios muito altos de indivíduos ricos e empresas com o único objetivo de evitar impostos. Foi em grande medida para beneficiar essas pessoas que a legislação fiscal americana se tornou muitíssimo complexa,

com vários mecanismos que podem ser usados para evitar o pagamento de impostos legítimos.

Essas atividades, e seus efeitos, aumentaram em enormes proporções durante o último quarto de século como resultado combinado de crescente desigualdade econômica, lacunas legais e fiscais e fiscalização enfraquecida. No começo dos anos 1980 os impostos de pessoa jurídica correspondiam a mais de 40% dos lucros empresariais; em 2010, eram de 26%.

O efeito para os ricos foi ainda mais dramático. O IRS relatou que a alíquota de impostos efetiva das quatrocentas famílias mais ricas do país, a maioria delas bilionária, diminuiu de 30% em 1995 para apenas 18% em 2005, último ano para o qual há dados disponíveis (até o começo de 2012). Algumas dessas reduções no pagamento de impostos representam mudanças nos índices; por exemplo, os cortes de impostos de Bush. Mas uma grande parcela da queda, tanto de pessoas jurídicas quanto de pessoas físicas, se deveu à sonegação.

Em 27 de novembro de 2011 o *New York Times* publicou uma longa matéria sobre os esquemas de sonegação do bilionário Ronald S. Lauder, que herdou uma fortuna dos pais, fundadores da indústria de cosméticos Estée Lauder. A contribuição do próprio sr. Lauder à economia americana tem sido, digamos… obscura. Embora o sr. Lauder tenha um valor líquido superior a 3 bilhões de dólares, ele e sua família usaram uma série de estratégias de proteção fiscal extremamente agressivas implantadas por seus advogados e conselheiros financeiros. Entre elas estão estruturas empresariais em paraísos fiscais; fundos que protegem ações de impostos por longos períodos; contratos antecipados para eventuais vendas de ações, permitindo acesso a dinheiro vivo livre de impostos; estratégias de derivativos como venda a descoberto de títulos próprios; empréstimos livres de impostos sobre ações não vendidas; “doação fracionada” de uma parte de uma obra de arte cuja

posse ele mantinha e outras mais. Era uma estratégia familiar. A empresa, seus donos e seus herdeiros usaram sonegação agressiva de impostos desde que a Estée Lauder abriu seu capital nos anos 1980.

Muitas empresas nos Estados Unidos se comportam da mesma forma hoje. Quando começou a transformação das finanças americanas nos anos 1980, muito poucas empresas usavam até mesmo os métodos de evitar impostos disponíveis então, como registrar subsidiárias em paraísos fiscais no exterior. Simplesmente era considerado inadequado e desnecessário. Mas hoje a maioria das grandes multinacionais faz isso. Algumas, como a General Electric, corretamente consideram a estratégia de impostos como um grande determinante dos lucros, e mantêm grandes equipes permanentes de advogados e planejadores financeiros dedicados apenas a evitar impostos. Além disso, claro, essas empresas usam bancos de investimento e escritórios de advocacia externos.

Não importa o que você pensa das alíquotas de impostos – mesmo que ache que as taxas deveriam ser mais baixas para os bilionários –, isso é perda de tempo. E se você acha que bilionários e empresas com bilhões de dólares em lucros deveriam pagar mais impostos que operários e secretárias, então não é apenas perda de tempo; é altamente destrutivo.

O setor de private equity

Empresas de private equity podem ser os organismos caçadores de dinheiro mais eficientes do mundo. Matt Taibbi imortalizou o Goldman Sachs como “uma grande lula-vampiro agarrada ao rosto da humanidade, incansavelmente lançando seu funil de sangue em qualquer coisa que cheire a dinheiro”. Talvez. Mas em 2006, quando Lloyd Blankfein, do Goldman, ganhou 44 milhões de dólares, fazendo dele o banqueiro de investimento mais bem remunerado de Wall

Street, Steve Schwarzman, da Blackstone, faturou 398 milhões, o dobro dos cinco mais bem remunerados do Goldman juntos. Além disso, em função da lacuna fiscal sobre a parcela dos lucros destinada aos sócios, a maior parte da renda de Schwartzman foi taxada em 15%, o mesmo pago por trabalhadores comuns na base da pirâmide. A Blackstone e todas as outras grandes empresas de private equity usam a mesma estrutura de comissões – cobram 2% por ano dos ativos administrados, mais 20% de todos os lucros, sem responsabilidade por perdas.

O melhor que pode ser dito sobre empresas desse tipo é que elas talvez não sejam piores que vários de seus pares de capital aberto. Elas são muito duras com seus funcionários comuns, mas diversas empresas hoje também são – talvez em parte por causa das pressões das empresas de private equity. Elas cortam custos – pelo menos custos operacionais. Mas com frequência aumentam muito os custos financeiros das empresas de que são proprietárias. São brutalmente experientes em terceirizar em pregos e transferir produção para o exterior. Sem dúvida devem existir alguns negócios de private equity que produziram ganhos econômicos reais, quando administradores incompetentes foram substituídos após uma aquisição. Mas há muitas evidências de que isso não é a norma.

Grande parte do sucesso dessas empresas se deve à exploração de vários subsídios governamentais ocultos e lacunas fiscais. Um número considerável de firmas adquiridas por empresas de private equity vai à falência, embora os compradores ganhem dinheiro. Essa não é uma questão menor. Das dez maiores aquisições alavancadas feitas pelo Bain Capital quando Mitt Romney era seu CEO, quatro foram à falência, embora o Bain tenha ganhado dinheiro. Os donos das empresas de private equity não são responsáveis pelas dívidas da firma, portanto enfrentam riscos relativamente pequenos. Assim, costumam obrigá-la a tomar emprestado um volume enorme de dinheiro, que a

empresa então paga à companhia de private equity como comissões e/ou dividendos. O resultado costuma ser falência, já que a firma fica sem dinheiro. Mas não é só. Por lei, empresas falidas são proibidas de pagar dividendos, mas podem pagar “comissões”. E, não raro, a mesma companhia de private equity compra a empresa novamente *saída da falência* depois que muitas de suas dívidas foram reduzidas ou reestruturadas.

Além disso, firmas de private equity algumas vezes obrigam os planos de pensão dos funcionários a comprar ações da empresa, ou mesmo a empresa toda. Isso permite que a firma de private equity fature mesmo que (talvez especialmente se) a companhia esteja afundando. Isso ocorreu, por exemplo, com a Simmons Bedding, uma companhia que eu analiso em mais detalhes a seguir. Se a empresa depois vai à falência a firma de private equity não tem obrigação de pagar as pensões dos funcionários. Ou os funcionários veem seu pecúlio destruído ou, caso a empresa se qualifique, suas pensões são pagas não pela companhia de private equity, mas pelo Pension Benefit Guaranty Corporation, um órgão do governo dos Estados Unidos. Em 2010 o PBGC pagou 5,6 bilhões de dólares a planos de pensão quebrados, e teve um déficit acumulado de 23 bilhões de dólares. Não se sabe qual parcela do déficit é fruto de transações de private equity.

Outro caso recente de exploração de subsídios federais envolve universidades particulares com fins lucrativos que dependem quase que apenas de programas federais de empréstimo estudantil para sua receita de mensalidades. Em 2006 um grupo de empresas de private equity liderado pelo Goldman Sachs comprou a Education Management Corporation por 3,4 bilhões de dólares; o Goldman ficou com 41%.[10] A aquisição coincidiu com uma mudança na legislação federal que havia sido defendida pelo líder da Câmara John Boehner, eliminando a exigência anterior de que empréstimos federais se limitassem a faculdades em

que a maioria dos alunos tivesse aulas presenciais. Após a mudança as faculdades puderam receber empréstimos estudantis federais mesmo não existindo fisicamente, e mesmo que a maioria esmagadora de seus alunos fosse pela internet.

Logo após a aquisição pelo private equity e a mudança da legislação, a Education Management lançou campanhas de matrícula agressivas, e o número de estudantes a distância aumentou muito. Assim como os índices de evasão. De 2006 a 2011 a receita da Education Management aumentou de menos de 1,5 bilhão de dólares para 2,8 bilhões. Alegou-se que as matrículas se tornaram extremamente manipuladas, até mesmo fraudulentas; por exemplo: alunos com registros policiais teriam sido informados de que após se formar em cursos de Direito poderiam trabalhar nas forças policiais, o que é falso. Recrutadores recebiam bônus muito parecidos aos prêmios por spread de rendimento pagos a corretores de hipotecas durante a bolha imobiliária. Mas assim que os alunos recebiam seus empréstimos e pagavam o curso, a Education Management ficava com o dinheiro, quer os alunos se formassem ou não. A Education Management não tinha responsabilidade pelos empréstimos, mesmo quando começaram a ficar inadimplentes em grande número.

Em 2010 os procuradores-gerais da Flórida e do Kentucky abriram investigações sobre a Education Management. Em 2011 foi aberto um processo motivado por um informante. O Departamento de Justiça e quatro outros estados se juntaram à ação e acusaram a Education Management de matrículas fraudulentas e de obter por meio de fraude 11 bilhões de dólares em mensalidades derivados da ajuda federal aos estudantes. Contudo, a queixa é apenas contra a Education Management; o Goldman Sachs não foi processado ou acusado.[11] Até o começo de 2012 ninguém havia sido submetido a processo penal.

Com maior frequência as transações de private equity dependem bastante de tratamento fiscal favorável dispensado aos dividendos e de muita alavancagem. Empresas de propriedade de firmas de private equity quase nunca pagam impostos de pessoa jurídica, porque têm enormes contas de juros. Isso porque as empresas de private equity forçam as companhias que possuem a fazer um volume enorme de dívida, com frequência por motivos repulsivos (discutidos em breve). As taxas de juros têm sido extraordinariamente baixas há anos, de modo que este é um ambiente ideal para empresas de propriedade de firmas de private equity. As taxas em queda permitiram que continuassem a refinanciar a dívida, para que seus donos extraíssem cada vez mais dinheiro com impacto mínimo no serviço da dívida, de uma forma muito semelhante ao boom do refinanciamento durante a bolha imobiliária. Quando um grupo liderado pela Blackstone comprou a Freescale Semiconductor em 2005, de imediato sua dívida foi multiplicada por onze, de 832 milhões de dólares para 9,4 bilhões.

Por que tanto aumento de dívida para as empresas que compram? As empresas de private equity aumentam a dívida para pagar a si mesmas “dividendos especiais”, algumas vezes de 1 bilhão de dólares ou mais, distribuídos entres os sócios da empresa e seus sócios no negócio. Os sócios da empresa em geral têm pouco ou nenhum capital próprio nos negócios. O capital vem dos sócios investidores, e costuma ser inteiramente devolvido nos primeiros anos a partir desses “dividendos especiais” financiados por dívidas. O truque tem uma vantagem adicional. Com frequência as empresas de private equity dão ações a um pequeno número de administradores seniores das empresas que compram. Assim, esses administradores também recebem dividendos, que pagam imposto de 15%, inferior às taxas muito mais altas aplicadas a “renda comum”.

Ademais, uma parcela significativa dos lucros das empresas de private equity é fruto direto de ferrar os funcionários das empresas que compram. Os Estados Unidos oferecem uma proteção muito fraca à maioria dos trabalhadores, e mesmo essas proteções não têm sido suficientemente aplicadas. Além de cortes salariais, as empresas de private equity costumam atacar benefícios, sobretudo pensões e planos de saúde na aposentadoria.

No final de 2009 o *New York Times* publicou uma impressionante série de matérias sobre o saqueio da Simmons Bedding Company pelos seus donos de private equity e a administração que eles instalaram.[12] Depois que a empresa de private equity THL (de Thomas H. Lee, seu fundador) comprou a Simmons de outra empresa de private equity (a Simmons já havia sido revendida várias vezes por *outras* empresas de private equity), ordenou que a Simmons tomasse emprestado mais de 1 bilhão de dólares. A Simmons então pagou uma parcela enorme desse dinheiro emprestado – 375 milhões – à THL na forma de "dividendos especiais", além de pagar grandes comissões adicionais de transação à THL e aos bancos de investimento que montaram o financiamento. Salários e benefícios de funcionários, incluindo seus planos de aposentadoria, sofreram cortes severos, mesmo para operários com mais de vinte anos de casa. Na verdade o fundo de aposentadoria dos funcionários já havia sido vítima das ações de um dono anterior, William Simon (que foi secretário do Tesouro do governo Nixon). Simon havia obrigado o plano de aposentadoria dos funcionários a comprar dele ações da Simmons por um preço inflacionado. Quando o valor das ações caiu, a Simmons foi comprada por outra empresa de private equity por um preço muito inferior, devastando o pecúlio dos funcionários.

Durante boa parte do tempo que a Simmons Bedding foi propriedade da THL o CEO da empresa (aprovado e instalado pela THL) foi um homem chamado Charlie Eitel,

que administrava a Simmons a distância de suas casas em Jackson Hole, Wyoming, e Naples, Flórida, bem como de seu iate, *Eitel Time*. Ele também obrigou a Simmons a contratar seu filho. Eitel ganhou mais de 40 milhões de dólares, mantendo tudo mesmo quando a Simmons foi obrigada a pedir falência, o que levou seus funcionários e detentores de promissórias a perder quantias enormes. A empresa demitiu mil pessoas, mais de 25% de sua força de trabalho, incluindo funcionários com mais de vinte anos de casa, dando a eles pequenas indenizações ou poucos benefícios de aposentadoria. A THL não foi prejudicada pela falência, e na verdade teve um grande lucro com a Simmons, porque ela havia se pagado em dinheiro muito antes, além de ter um grande lucro com dividendos especiais e taxas de administração pelos financiamentos da dívida que levaram a empresa à falência.

Tudo isso foi legal? Difícil saber qual seria a pior resposta – que era ilegal mas nada foi feito, ou que na verdade tudo isso era absolutamente legal nos Estados Unidos. Ao que parece é absolutamente legal montar e vender um título com a intenção de apostar no seu fracasso.

Há outras formas pelas quais empresas de private equity podem depender de comportamento dúbio para lucrar. Em 2006 a SEC investigou o setor por supostos “negócios entre amigos”, pelos quais empresas de private equity em tese concorrentes conspiravam em segredo para reduzir os preços a pagar por empresas. A SEC encerrou a investigação sem acusações, mas vários investidores entraram com uma grande ação por truste, que ainda corria em 2012. No começo de 2012 a SEC abriu outra investigação, centrada na possibilidade de que empresas de private equity inflacionassem o valor de seus ativos ao tentar atrair novos investidores.[13]

E, sem dúvida, empresas de private equity são fantásticas em evitar pagar impostos. A capacidade que Mitt Romney tem de pagar 14% de impostos sobre mais de 20 milhões de

dólares por ano, muitos deles vindos do Bain Capital *uma década após ter deixado a empresa*, não é por acaso; nem incomum. Então, qualquer que seja a limitada contribuição econômica dada pelas empresas de private equity, esta é superada por sua prática de voltar as atenções dos administradores para arrancar o máximo de recompensas financeiras para eles mesmos.

É FÁCIL MULTIPLICAR esses exemplos, e informações sobre o aumento do volume das transações financeiras preenchem o restante do quadro. Ao longo das décadas recentes as transações securitizadas passaram de quase zero para trilhões de dólares por ano. As negociações cambiais cresceram trinta vezes mais rápido que o PIB global. O comércio de contratos futuros de petróleo, que costumava ter aproximadamente o mesmo valor da oferta física que o sustenta, é hoje dez vezes superior à oferta, enquanto a volatilidade do mercado parece ter aumentado.[14]

Em outras palavras, parecemos ter chegado a uma posição infeliz em que uma parcela substancial de nossos cidadãos mais inteligentes e articulados ou estão sentados diante de terminais da Bloomberg ou voam pelo mundo em ternos sob medida muito caros "fazendo negócios" que, a julgar pelo histórico recente, não têm nenhum objetivo a não ser colocar mais dinheiro em seus próprios bolsos, e que em termos líquidos são economicamente prejudiciais ao resto da população.

O desperdício dos talentos nos Estados Unidos é substancial. Em 2008, a Harvard informou que 28% de seus novos formandos "empregados e autossuficientes" escolhiam empregos em finanças; no caso de Yale, eram 26%. Mesmo em 2011 as percentagens continuavam chocantemente altas – 17% para Harvard, 14% para Yale. Princeton tinha a mais alta percentagem da Ivy League: 40%. Qualquer que seja a ideia cínica que se possa ter sobre

o valor (e a ética) produzido por uma formação na Ivy League, não há dúvidas de que as finanças desviaram um enorme volume de capacidade humana de trabalhos mais produtivos.

Contudo, reflexão e autoquestionamento não são os pontos fortes do setor financeiro. Crescimento pessoal é igualmente improvável. Em seu discurso de janeiro de 2011 no Fórum Econômico Mundial de Davos, Jamie Dimon se queixou de que "esse refrão constante [de] 'banqueiros, banqueiros, banqueiros' é uma forma realmente contraproducente e injusta de tratar as pessoas".[15] Lloyd Blankfein disse a uma plateia diferente que estava fazendo o trabalho de Deus.

Será que podemos transformar o sr. Hyde novamente no dr. Jekyll, *encolher* o setor financeiro, restaurar a segurança dos bancos e livrar o mundo do cassino controlado por instituições como Goldman Sachs e THL, em que o vencedor fica com tudo? A resposta honesta é que talvez ainda não possamos; o poder do setor é maior que nunca, a despeito da crise. Então poderá ser necessária outra crise antes que um número suficiente de pessoas fique com raiva suficiente; vamos discutir essa questão no último capítulo.

Porém, vamos examinar a seguir outro importante setor da sociedade, um que há muito tem sido considerado imune à influência corruptora do dinheiro empresarial e da "porta giratória" das contratações. A academia, junto com a imprensa, em geral tem sido vista como um importante bastião da análise independente, e se necessário crítica, do comportamento econômico e político. Infelizmente, isso é cada vez menos verdadeiro. Como aconteceu com os políticos, o setor financeiro e outros ricos grupos de interesse descobriram que os professores são um ótimo investimento. Eles se revelaram chocantemente fáceis de comprar; por quantias muito pequenas, considerando-se o que está em jogo, o setor financeiro tem contratado os melhores propagandistas do mundo.

[a] Expressão usada para fazer referência à economia real, enquanto “wall street” se refere ao setor financeiro. (N.T.)

8. A torre de marfim

MUITAS PESSOAS QUE ASSISTIRAM a *Trabalho interno* acharam que a parte mais surpreendente, e perturbadora, do filme era a revelação de amplos conflitos de interesse em universidades, *think tanks* e entre destacados especialistas acadêmicos em finanças, economia, administração e regulamentação governamental. Os espectadores que viram minhas entrevistas com professores eminentes ficaram chocados com o que saiu de suas bocas. De fato, foi muito perturbador, e algumas vezes eu mesmo fiquei chocado.

Mas não deveríamos ficar muito surpresos. Ao longo das duas últimas décadas, profissionais de medicina, incluindo professores, demonstraram de maneira ampla a influência que o dinheiro pode ter em um campo supostamente científico e objetivo.

Testes clínicos aleatórios de produtos farmacêuticos, incluindo aqueles realizados em centros acadêmicos, têm, segundo um grande estudo, 3,6 vezes mais chances de produzir um resultado favorável quando financiados por um laboratório farmacêutico. Médicos com participação em centros de exames por imagem tendem 4,5 vezes mais a pedir tais exames. Uma recente investigação do Senado mostrou como o laboratório Sanofi empregou grupos de médicos e médicos isolados que havia financiado para ajudar a bloquear uma versão genérica de uma de suas drogas. Em apenas alguns anos na década de 2000 o Departamento de Justiça venceu casos de mais de 1,5

bilhão de dólares contra três laboratórios por remunerar médicos ou fazer divulgação ilegal de seus remédios. Tornou-se uma prática comum mesmo em faculdades de medicina de alto nível médicos-professores assinarem trabalhos redigidos por laboratórios. De fato, a Faculdade de Medicina de Stanford proibiu essa prática em 2006, mas nem todas fizeram o mesmo. Em geral, faculdades de medicina e importantes periódicos médicos estão reagindo bastante bem ao crescimento do problema, com muitos deles adotando exigências rígidas de transparência e mesmo, em alguns casos, como Stanford, limites a remuneração externa recebida de fontes que possam significar um conflito de interesses.[1]

Mas faculdades de economia, administração, direito, ciências políticas e políticas públicas reagiram de forma muito diferente. Ao longo dos últimos trinta anos, paralelamente à desregulamentação e ao crescente poder do dinheiro na política americana, parcelas significativas da academia americana se deterioraram em atividades remuneradas. Hoje, se você vir um famoso professor de economia depondo no Congresso, aparecendo no noticiário da TV, testemunhando em um caso de formação de cartel ou processo de regulamentação, fazendo um discurso ou escrevendo um artigo para o *New York Times* (ou *Financial Times*, *Wall Street Journal* ou qualquer outro), há uma alta probabilidade de que ele esteja sendo pago por alguém com grande interesse no que está sendo discutido. Na maior parte do tempo esses professores *não* revelam esses conflitos de interesse em suas aparições públicas ou na imprensa, e na maioria das vezes suas universidades se fazem de cegas. Cada vez mais professores universitários estão sendo pagos para testemunhar a favor de réus em julgamentos de fraude financeira, cíveis e penais. A remuneração é alta – algumas vezes um quarto de milhão de dólares por uma hora de depoimento no Congresso. Mas

para os bancos e outros setores altamente regulamentados isso é uma despesa banal, um bilhão ou dois por ano que eles mal percebem; e assim como no caso dos políticos, é um ótimo investimento, com benefícios muito grandes.

Acompanhei o aumento desse problema quando eu mesmo estava na academia, e devo confessar que certa vez participei. Quando era um estudante de mestrado de 24 anos, fui contratado por um verão pelo professor do MIT Peter Temin, um destacado economista, para ajudá-lo a defender a AT&T, que ainda era um monopólio nacional e havia sido processada pelo Departamento de Justiça por violações da lei antitruste. Eu era muito jovem e ingênuo, e fiquei chocado com o que vi. Em um mês me dei conta de que a AT&T havia contratado a maioria dos mais destacados economistas de telecomunicações e regulamentação dos Estados Unidos. Onde quer que eu fosse – MIT, Harvard, Stanford, Berkeley, Yale –, os principais caras estavam trabalhando para a AT&T, cujos gastos superavam os do Departamento de Justiça em provavelmente cinquenta ou cem para um. Concluí que a AT&T era culpada; escrevi alguma coisa muito desfavorável à AT&T, que, claro, nunca viu a luz do dia; e retornei à faculdade. Peter Temin de fato é muito legal, e foi muito gentil comigo e os outros seis estudantes que ele contratou naquele verão. Mas a experiência me deixou com um gosto ruim na boca.

E, tendo ficado alérgico, ao longo dos anos seguintes percebi que o problema estava aumentando – rapidamente. Enormes volumes de dinheiro (pelos padrões acadêmicos) começaram a chegar de setores poderosos, sobretudo na forma de pagamentos diretos a professores por consultoria. Esse problema é agora tão disseminado que disciplinas como economia, administração, políticas públicas e direito foram gravemente distorcidas pelos conflitos de interesse hoje endêmicos. As áreas mais afetadas foram finanças, economia da regulamentação, organização industrial,

governança corporativa, análise da legislação antitruste, análise econômica do direito e análise de setores específicos afetados por políticas governamentais. Os principais setores envolvidos são energia, telecomunicações, assistência médica, agronegócio – e, evidente, serviços financeiros. Também há graves problemas em pesquisa médica e, de forma perturbadora, mesmo política de segurança nacional (logo estudaremos alguns fatos interessantes sobre a Líbia).

Acadêmicos na folha de pagamentos da indústria e os grupos de interesse que os remuneram são hoje tão numerosos e poderosos que podem impedir que universidades, associações profissionais e publicações acadêmicas adotem ou apliquem políticas firmes contra o conflito de interesses. Eles também têm um efeito desalentador, mesmo dominante, em várias áreas de pesquisa acadêmica e análise de políticas. A maioria das melhores universidades dos Estados Unidos não limita conflitos de interesse financeiro, não exige sua revelação e resiste violentamente a investigações sobre o tema. Há várias razões para isso, incluindo medo de constrangimento público; a existência de conflitos de interesse pessoais entre presidentes e reitores de universidades; dependência de doações de empresas e executivos; e o poder interno (dentro da universidade) de um grande número de professores que deseja preservar rendas e reputações e que sabe que transparência e reforma as ameaçariam.

A venda de “conhecimento” acadêmico com o objetivo de influenciar políticas governamentais, tribunais e a opinião pública é hoje um negócio multibilionário. Consultoria jurídica, regulatória e política em economia, finanças e regulamentação é dominada por meia dúzia de firmas de consultoria, vários escritórios de palestrantes e grupos de lobby que sustentam grandes redes de acadêmicos de aluguel especificamente com o objetivo de defender os

interesses do setor em debates sobre políticas e regulamentação.

Essas empresas de consultoria não são como a McKinsey ou o Boston Consulting Group. Elas não existem para ajudar as empresas a fazer produtos melhores, reduzir custos ou antecipar demanda. Seu objetivo principal é ajudar empresas a evitar ou influenciar legislação, debate público, regulamentação, processos, ações coletivas, julgamentos por formação de cartel e impostos.

As maiores firmas de consultoria acadêmica sobre regulamentação são Berkeley Research Group, Analysis Group, Brattle Group, Criterion, Compass Lexecon e Charles River Associates. Todas têm relações com muitos acadêmicos de destaque. Seu registro acadêmico somado tem cerca de mil nomes, e sua receita combinada é certamente superior a 1 bilhão de dólares por ano. (A maioria é privada e não libera informações sobre receita.) Em alguns casos, incluem uma maioria dos acadêmicos de destaque em importantes campos relativos ao estabelecimento de políticas públicas, como combate aos trustes.

O Berkeley Research Group, por exemplo, relaciona 148 “especialistas”, a maioria deles identificada como “reitores” ou “diretores”, e a maioria acadêmicos de alta posição – Laura Tyson é um exemplo.[2] Com dezoito escritórios nos Estados Unidos e um em Londres, trabalha com “disputas comerciais complexas de alto perfil e questões de regulamentação e legislação”. O BRG relaciona dezenove especialidades, incluindo legislação antitruste, energia, pesquisa ambiental e propriedade intelectual, bem como serviços de apoio processual – análises de danos, análise financeira forense e certificação de ações coletivas.[3]

O Analysis Group, com sede em Boston e escritórios por todos os Estados Unidos, tem uma equipe de quinhentas pessoas e uma lista estrelada de especialistas acadêmicos,

entre eles John Campbell, presidente do departamento de Economia de Harvard, Jonathan Gruber, um importante economista de saúde do MIT, e Glenn Hubbard, o diretor da Faculdade de Administração de Harvard.[4] A Compass Lexecon tem trezentos em sua equipe, que agora inclui seis ex-economistas-chefes da divisão de combate aos trustes do Departamento de Justiça.[5] Recentemente contratou vários novos especialistas, incluindo um prêmio Nobel da Universidade de Nova York.

A Charles River Associates foi fundada pelo economista do MIT e especialista em legislação antitruste Franklin Fisher em 1965, e é hoje uma firma de consultoria internacional de capital aberto com setecentos funcionários. Também mantém relações exclusivas com 44 acadêmicos de prestígio para eventuais trabalhos de consultoria.[6] E os negócios vão bem. As finanças da Charles River mostram receita média acima de 300 milhões de dólares por ano entre 2008 e 2010. A receita por funcionário foi perto de 450 mil dólares por ano, e a receita por consultor superou 600 mil dólares por ano. Esses são números de bancos de investimento.

Os escritórios de palestrantes são outro importante canal, algumas vezes usado para lavar ou disfarçar pagamentos a acadêmicos por lobby e defesa de políticas. As comissões por palestras (para eventos empresariais e convenções setoriais, por exemplo) algumas vezes superam 100 mil dólares para acadêmicos de destaque, em especial se também tiverem trabalhado para o governo. Acadêmicos notórios costumam ganhar meio milhão de dólares por ano dessa forma, sobretudo se estudam e escrevem sobre um setor altamente regulamentado.

Mas quão importantes e influentes são essas pessoas e suas relações? O que se segue é uma amostra das relações do mundo acadêmico com o setor de serviços financeiros e seu impacto no debate e nas políticas públicas. Acho que a

maioria dos leitores achará tudo muito... convincente. Mais uma vez, o setor financeiro é *muito bem* relacionado.

O pessoal do dinheiro

Os mais eminentes acadêmicos dos Estados Unidos, particularmente aqueles que estudaram, escreveram sobre e/ou trabalharam com regulamentação e desregulamentação financeira, ganharam fortunas de Wall Street defendendo seus interesses no Congresso, em litígios regulatórios, nos tribunais e na imprensa. Iremos estudar em detalhes alguns exemplos, todos eles de grande destaque.

- Glenn Hubbard
- Larry Summers
- Frederic Mishkin
- Richard Portes
- Laura D'Andrea Tyson
- Martin Feldstein
- Hal Scott
- John Campbell

Glenn Hubbard. R. Glenn Hubbard se tornou diretor da Faculdade de Administração de Columbia em 2004, pouco após se desligar do governo George W. Bush, no qual havia sido presidente do conselho de consultores econômicos da Casa Branca de 2001 a 2003. Hubbard tem um doutorado em Harvard e lecionou na Columbia a partir de 1988. Também trabalhou no Departamento do Tesouro no governo George H.W. Bush. Hubbard é um dos presidentes do Commitee on Capital Market Regulation, uma organização sem fins lucrativos que funciona como organização de lobby de políticas públicas para Wall Street.

Muito do trabalho acadêmico de Hubbard se concentrou em política fiscal. Um resumo justo é que ele nunca viu um imposto do qual gostasse, sobretudo sobre empresas ou ricos. Ele esteve profundamente envolvido na concepção dos cortes de impostos do governo Bush em 2003, que muito favoreceram os ricos; metade de seus benefícios foi para o 1% mais rico da população. Hubbard também é coautor (com William C. Dudley) de um artigo chocante em novembro de 2004. O artigo, intitulado "Como os mercados de capitais melhoram o desempenho econômico e facilitam a criação de empregos", foi publicado pelo Goldman Sachs Global Markets Institute.[7] Dudley, o outro autor, era economista-chefe do Goldman Sachs na época. Em 2009, quando Tim Geithner se tornou secretário do Tesouro de Obama, Dudley sucedeu Geithner como presidente do Federal Reserve Bank de Nova York. Isso não deveria tranquilizá-los. Mas também não o fato de que Glenn Hubbard continua a ser diretor da Faculdade de Administração de Columbia.

O artigo deles merece ser citado longamente. Seria até engraçado, se não fosse tão sério. Lembrem-se, isso foi em novembro de 2004, com a bolha sendo inflada.

- "O desenvolvimento dos mercados de capitais dos Estados Unidos … melhorou a alocação de capital e risco por toda a economia dos Estados Unidos. … [Entre os benefícios estão] maior estabilidade do sistema bancário dos Estados Unidos … mais empregos e salários mais altos … [recessões] menos frequentes e mais leves … uma revolução no financiamento de imóveis residenciais."
- "O desenvolvimento dos mercados de capitais ajudou a distribuir o risco de forma mais eficiente. … Essa capacidade de transferir risco facilita correr mais riscos, mas esse risco aumentado não desestabiliza a economia. … Assim, os mercados de capitais garantem que o capital

flua para seu melhor uso e que atividades arriscadas com maiores recompensas sejam financiadas."

- "Os mercados de capitais ajudaram a tornar o mercado imobiliário menos volátil. … 'Contrações de crédito' do tipo que periodicamente interrompiam a concessão de recursos para compradores de imóveis e esmagavam a construção civil … são coisa do passado. … Os custos de financiamento associados a obter uma hipoteca residencial caíram, e os prazos … se tornaram menos restritos. Em certos casos os donos de imóveis podem conseguir financiamento de 100% para comprar uma casa."
- "A revolução no financiamento de residências também levou a outra transformação radical que tem sido importante para tornar a economia menos cíclica."
- "Acreditamos que o desempenho econômico dos Estados Unidos na última década fornece sólidas evidências dos benefícios dos mercados de capitais bem desenvolvidos. Por isso o desempenho econômico dos Estados Unidos melhorou com o tempo, em termos absolutos e em comparação com outros países do G-7 nos quais os mercados de capitais são muito menos desenvolvidos."

Hubbard se recusou a dizer se foi remunerado para escrever o artigo. Também se recusou a me fornecer sua declaração pública federal de renda (de 2001, quando ingressou no governo George W. Bush), que não poderíamos conseguir de outra forma, pois a Casa Branca já a havia destruído. Hubbard também se recusou a identificar a maioria dos seus clientes particulares de consultoria. Ele atualmente integra os conselhos de MetLife, ADP Inc., KKR Financial Corporation e BlackRock Closed End Funds. Em 2010 os três primeiros lhe pagaram 707 mil dólares em dinheiro e ações.[8] Os relacionamentos de consultoria/aconselhamento listados no currículo de

Hubbard incluem Nomura Holdings, Bank of America, Capital Research, Citigroup, Fidelity, Franklin Resources, JPMorgan Chase, Visa, Laurus Funds, Chart Venture Partners e Ripplewood Holdings. Até janeiro de 2009 ele também integrava o conselho de administração do Capmark, um grande nome no mercado imobiliário comercial durante a bolha que faliu depois da crise.

Hubbard recebeu 100 mil dólares para testemunhar para a defesa penal de dois gestores de fundo de hedge do Bear Stearns processados em relação à bolha e que foram inocentados. O trabalho foi acertado por intermédio do Analysis Group, uma das grandes empresas de consultoria econômica mencionadas antes. Hubbard relaciona o Analysis Group como cliente de consultoria, mas não divulga as identidades dos verdadeiros clientes finais para os quais trabalhou por intermédio de sua relação com o Analysis Group. Nem sua página no site da Columbia (de fevereiro de 2012) lista suas palestras remuneradas. Essas duas omissões representam aparentes violações das novas exigências de transparência estabelecidas pela Faculdade de Administração de Columbia após o lançamento do meu filme.[9] Contudo, seu escritório de palestras, a Harry Walker Agency, é uma das poucas agências do tipo que relaciona os nomes de alguns clientes de palestrantes em seus depoimentos "entusiásticos". Entre os clientes que dão depoimentos sobre a qualidade de Hubbard como palestrante estão o Alternative Investment Group, o BNP Paribas, a Associação de Banqueiros de Massachusetts e o Barclays Bank.[10]

Minha entrevista filmada com Hubbard em 2009 continha o seguinte diálogo:

CF: Como sua renda pessoal se compara ao seu salário na universidade?

GLENN HUBBARD: É muitas vezes maior, porque eu escrevo livros didáticos, isso remunera muito melhor do que ser professor.

Livros didáticos? Não exatamente.

Em 2011 Hubbard se tornou conselheiro econômico sênior da campanha presidencial de Mitt Romney.

Larry Summers. Larry Summers, que é inegavelmente brilhante, é filho de dois economistas e parente de Paul Samuelson e Kenneth Arrow, dois dos maiores economistas do século passado. Summers se tornou catedrático de Harvard bastante jovem, e até agora ocupou quase todos os cargos governamentais importantes em economia. Após ser economista-chefe do Banco Mundial ele se tornou, em sequência, subsecretário do Tesouro para assuntos internacionais, vice-secretário do Tesouro e por fim secretário do Tesouro no governo Clinton. Depois foi presidente de Harvard, com o apoio de Robert Rubin, até ser obrigado a sair em 2006. Em 2009 virou diretor do Conselho Econômico Nacional do governo Obama; retornou a Harvard em 2011 como professor da Faculdade de Governança John F. Kennedy.

Não acho Summers corrupto de nenhuma forma grosseira, literal. Seu raciocínio foi envenenado por uma enorme arrogância e uma necessidade desesperada de ser considerado importante pelos ricos e poderosos. Embora sensato em muitas questões, Summers cometeu uma sucessão de erros cada vez mais sérios e fez concessões éticas. E seus pontos de vista sobre o setor financeiro seriam difíceis de distinguir daqueles de, digamos, Lloyd Blankfein ou Jamie Dimon.

Summers se mete em problemas com regularidade. No Banco Mundial ele autorizou um memorando sugerindo que os países ricos exportassem poluição para os pobres; quando presidente de Harvard, sugeriu que as mulheres poderiam ser naturalmente inferiores aos homens no raciocínio científico. Depois foram suas escolhas políticas: permanecer mudo sobre os abusos nos bancos de

investimento que prolongaram a bolha da internet; trabalhar com Robert Rubin e Alan Greenspan para revogar a separação estabelecida pela lei Glass-Steagall entre bancos comerciais e de investimento; unir-se a Alan Greenspan para eliminar a regulamentação de derivativos negociados privativamente. Ele depôs no Congresso e disse que "as partes envolvidas nesses tipos de contratos são instituições financeiras de alta sofisticação que seriam eminentemente capazes de se proteger de fraude e [in]solvências de contrapartes".[11]

Essa declaração foi dada no momento em que o Long-Term Capital Management estava sendo resgatado de calotes catastróficos deflagrados justo pelo tipo de derivativos que Summers se opunha a regulamentar. Sua oposição a Brooksley Born, presidente da Commodity Futures Trading Commission na época, também pode ter sido marcada pelo sexismo que mais tarde contribuiu para seu afastamento da presidência de Harvard. Em 2005, quando Raghuram Rajan apresentou seu estudo presciente em Jackson Hole, Summers gritou que Rajan era um "ludita" e que seu estudo era equivocado.

Quando Summers se tornou presidente de Harvard, também começou a prestar consultoria e a fazer discursos para empresas de serviços financeiros. Uma vez que Harvard, bem como a maioria das outras grandes universidades, não exige que seu corpo docente (ou seus presidentes) revele renda externa, não sabemos quanto Summers ganhou. Mesmo agora sua página no site da Harvard não relaciona nenhum de seus clientes de consultoria nem suas palestras. Mas mesmo quando presidente da universidade, sua renda oriunda do setor financeiro provavelmente já era substancial.

Pouco após ser obrigado a pedir demissão da presidência e retornar às atividades letivas, Summers concordou em trabalhar um dia por semana para o D.E.

Shaw, um grande fundo de hedge que lhe pagou mais de 5 milhões de dólares no ano anterior ao ingresso de Summers no governo Obama, em 2009.

Seu trabalho no governo de fato foi útil em um sentido. A maioria de nossas informações sobre suas atividades externas em Harvard tem origem em sua obrigatória declaração federal de renda, não em qualquer revelação feita a ou por Harvard. (O presidente e reitor de Harvard se recusou a ser entrevistado para meu filme e também se recusou a responder a perguntas por escrito.) A declaração de Summers de 2009 afirma que tinha um patrimônio líquido entre 17 milhões e 39 milhões de dólares. Sua renda total no ano antes de ingressar no governo foi de 7.813.000,00 dólares. Ele ganhou 1.729.000,00 com 31 palestras, quase todas para empresas de serviços financeiros; o Goldman Sachs pagou 135 mil dólares por um discurso. Ele também recebeu 45 mil dólares do Merrill Lynch por um discurso em 12 de novembro de 2008, após o Merrill ter quebrado financeiramente, e uma semana depois da eleição de Obama. Quando objeções foram levantadas, Summers doou o pagamento do Merrill Lynch para caridade.

Uma reportagem no site *Asia Times* sugere que no verão de 2007, pouco depois de CDOs de hipotecas classificados como AAA terem explodido um fundo de hedge do Bear Stearns, Summers estava empurrando CDOs de propriedade do Shaw para fundos soberanos da Ásia. Caso verdadeiro isso levanta uma questão interessante: Summers estava ajudando o Shaw a executar uma estratégia semelhante à do Goldman, de jogar ativos tóxicos em instituições ingênuas? Ou ele não entendia, mesmo em 2007, que essas coisas eram tão perigosas?[12] Mas isso na verdade não importa. Summers é um homem profundamente comprometido que deve a maior parte de sua fortuna e muito de seu sucesso político ao setor de

serviços financeiros, e que foi fundamental em algumas das decisões de política econômica mais desastrosas do último meio século.

No governo Obama, Summers se opôs a medidas fortes para punir banqueiros ou reduzir seu faturamento. Nunca se desculpou por nenhuma das decisões que tomou ou declarações que deu entre 1995 e 2006. Ele se recusou a ser entrevistado para meu filme, assim como todos os integrantes do governo Obama.

Em 2011 dois professores de Harvard decidiram exibir meu filme em sua turma. Quando Summers soube, entrou em contato com os professores e exigiu o direito de ir à turma e comentar meu filme. Eles concordaram, com a condição de que também me convidassem para comentar. Quando concordei em comparecer o professor Summers acabou decidindo que não precisava aparecer. De forma impressionante, Summers tem conseguido evitar ser questionado diretamente sobre seu histórico administrativo e seus envolvimentos financeiros.

Mas no começo de 2012 Summers enfim foi obrigado a comentar meu filme e suas decisões políticas anteriores, ainda que de modo breve, em uma entrevista à televisão na Grã-Bretanha que depois foi colocada na internet pelo blogueiro de finanças da Reuters Felix Salmon.[13] Na entrevista Summers defende seu papel em banir toda a regulamentação de derivativos de OTC dizendo que o mercado de credit default swap "essencialmente não existia" quando ele defendeu essa legislação. Há dois pontos importantes a comentar sobre isso. O primeiro é que o objetivo explícito da legislação, e dos argumentos apresentados em público por Summers a favor dela na época, era proibir *qualquer* regulamentação de derivativos OTC, passados, presentes ou ainda por inventar. A legislação conseguiu isso, e assim incapacitou o governo federal de lidar com instrumentos tóxicos, dessa forma

dando ao setor financeiro sinal verde para desenvolvê-los. Mas em segundo lugar, como Salmon destaca no post em seu blog, Summers está totalmente errado sobre CDS. Não apenas os CDS já existiam quando a legislação foi concebida, como haviam sido inventados anos antes, e em 2000, quando a legislação foi aprovada, já eram um mercado de 900 bilhões de dólares. Foram até mesmo usados na época para se proteger de, e apostar na, quebra iminente da Enron.[14]

Mais adiante na entrevista Summers é então perguntado sobre meu filme. Ele responde: "*Trabalho interno* basicamente se equivocou em todos os fatos apresentados", e prossegue explicando que não tinha qualquer conflito de interesse financeiro. Cito a entrevista, sem qualquer edição:

> O que quer que tenha feito – ou deixado de fazer – no governo Clinton, certo ou errado, não ganhei nenhuma quantia significativa antes de trabalhar para o governo Clinton, ou em associação com o setor financeiro, por mais de cinco anos após ter deixado o governo Clinton, e então qualquer sugestão de que o que fiz no governo Clinton tem a ver com lealdade ao setor financeiro, eu acho um tanto absurda. Você pode discutir se foi certo ou se foi errado, mas isso não se deveu a qualquer proximidade com o setor financeiro, porque eu não tive nenhuma antes e não tive nenhuma depois.

Contudo, em pelo menos mais um aspecto, Summers apresentou *seus* fatos equivocadamente. Ao contrário de sua declaração na entrevista, ele *não* esperou que cinco anos se passassem após deixar o governo Clinton antes de começar a ganhar dinheiro do setor financeiro. É verdade que Summers não começou seu acerto de consultoria mais lucrativo com (D.E. Shaw) até pedir demissão da presidência de Harvard em 2006. Mas sabemos que ele já havia começado a prestar consultoria para um grande fundo de hedge, o Taconic Capital Advisors, em 2004 (enquanto era presidente de Harvard), um fato só revelado em abril de 2009 por um artigo no *New York Times*.[15] Na verdade, o mesmo artigo do *Times* também revela que

Summers depois recomendou um de seus clientes de fundo de hedge para um alto posto no governo Obama.

Summers também pode ter tido outros envolvimentos com o setor financeiro. Mas não sabemos nada mais sobre suas atividades externas entre 2001 e 2008, porque Harvard não exigiu (e ainda não exige) que Summers as revelasse publicamente, e o próprio Summers nunca fez isso. Tanto Harvard quanto ele recusaram meus pedidos de informação.

Summers continua a palestrar e a dar consultoria para grupos financeiros. Sua página no site da Harvard ainda não relaciona suas atividades externas remuneradas, e pouco se sabe sobre elas.[16] Mas em junho de 2011 ele anunciou que estava se tornando conselheiro da empresa de capital de risco Andreessen Horowitz. E no começo de 2012 a página de Summers no site de seu agente de palestras na internet incluía depoimentos de sete clientes. Todos, com exceção de um (Regent University), eram financeiros; entre eles, Texas Pacific Group, Chinese Finance Association, Charles River Ventures e a revista *Institutional Investor*.[17] Summers não revelou as identidades de seus outros clientes de palestras ou consultoria.

Frederic Mishkin. Mishkin recebeu seu doutorado em economia no MIT em 1976 e é hoje professor de sistema bancário e finanças na Faculdade de Administração de Columbia. Mishkin também passou dois anos como diretor de pesquisa no Federal Reserve de Nova York, e entre setembro de 2006 e agosto de 2008 integrou o conselho de administradores do sistema do Federal Reserve.

Quando entrevistei Mishkin para meu filme ele foi evasivo e ficou constrangido com relação a seu ensaio de 2006 “Estabilidade financeira na Islândia”. E com toda razão, pois é impressionantemente constrangedor. A

Câmara de Comércio da Islândia lhe pagou 120 mil dólares para escrevê-lo, um pagamento que revelou quando foi obrigado, na declaração federal financeira exigida pelo conselho do Federal Reserve.

O ensaio de Mishkin deu legitimidade, e renovada energia, a uma das piores fraudes financeiras mundiais, que devastou todo um país. A Islândia, com uma população de apenas 320 mil habitantes, era até pouco tempo uma democracia próspera com desemprego muito baixo e dívida mínima. Mas então um novo governo conservador privatizou e desregulamentou três grandes bancos islandeses em 2001.

Os novos donos desses bancos prontamente se lançaram em um surto de empréstimos e gastos que foi tão insano quanto criminoso. Em sete anos eles tomaram emprestado mais de 125 bilhões de dólares, cerca de 1 milhão de dólares para cada adulto do país. A maior parte disso foi emprestado para "fundos de investimento" e várias empresas fantasmas muitas vezes de propriedade de parentes e amigos dos banqueiros. De repente havia iates, jatos executivos, coberturas em Nova York, hotéis de luxo, concertos particulares, festas enormes. Em 2006 os "ativos" bancários – empréstimos que os bancos haviam concedido com o dinheiro que tomaram emprestado – já correspondiam a 350% do PIB da Islândia. O órgão governamental regulador do setor financeiro não fez nada; ele tinha menos de quarenta funcionários, incluindo pessoal de escritório, e um terço deles pediu demissão e foi trabalhar para os bancos. O mercado de ações, dominado por ações de bancos, disparou – porque os bancos estavam usando dinheiro emprestado para comprar suas próprias ações. Muito disso era uma pirâmide financeira, com novo dinheiro emprestado sendo usado para elevar as posições insustentáveis dos bancos. Em março de 2006 analistas de um banco dinamarquês escreveram que "em todos os

sentidos a Islândia parece pior do que a Tailândia parecia antes de sua crise em 1997”.[18]

Esse era o quadro em meados de 2006, quando o professor Mishkin escreveu: “a Islândia não é uma economia emergente … [e] comparações entre a Islândia e países emergentes como Tailândia e Turquia são não apenas superficiais como totalmente equivocadas”. Ele prosseguiu:

> A Islândia, contudo, tem instituições excelentes: de fato, como vimos, a qualidade de sua burocracia e os baixos níveis de corrupção a colocam entre os países mais bem administrados do mundo, como vimos no capítulo de introdução. Em contraste com a inadequada supervisão em países que experimentaram instabilidade financeira, os supervisores na Islândia são considerados honestos e competentes. Suas declarações de que o sistema bancário da Islândia é seguro e sólido devem ser aceitas sem ressalvas.[19]

Mishkin e seu relato foram exibidos por toda a imprensa e pelo setor financeiro da Islândia e dos Estados Unidos, e seu relato desempenhou um papel importante em ajudar os bancos islandeses a continuar a tomar dinheiro emprestado. Os títulos de bancos islandeses foram até mesmo incorporados a alguns CDOs emitidos durante a bolha por bancos dos Estados Unidos. Os banqueiros conseguiram sustentar sua pirâmide até 2008; quando a crise financeira mundial começou, foi revelado que a Islândia estava insolvente, com perdas bancárias de 100 bilhões de dólares. O desemprego triplicou em seis meses, e a Islândia hoje encara a perspectiva de décadas de sofrimento econômico, bem como disputas crônicas com países e bancos estrangeiros que perderam dinheiro na fraude. Investigações pós-crise revelaram que os “excelentes” supervisores da imaginação de Mishkin não identificaram desfalques grosseiros e outros crimes de banqueiros e seus cúmplices nos fundos de investimento.

Depois da quebra Mishkin falsificou o título de seu relato no currículo, mudando-o de “Estabilidade financeira na Islândia” para “*Ins*tabilidade financeira na Islândia”. Em um

artigo no *Financial Times* em resposta ao meu filme ele alegou que esse foi um erro tipográfico temporário que havia sido corrigido muito antes. Isso é mentira; eu havia baixado seu currículo do site da Columbia na manhã de nossa entrevista.

Outros escritos de Mishkin exibem semelhante simpatia para com o setor financeiro. Em 2003 ele escreveu um ensaio intitulado "Remédios de política pública para conflitos de interesse no sistema financeiro". Nesse trabalho Mishkin basicamente diz que não há motivo para preocupação. Por exemplo, embora as agências de classificação possam *parecer* ter conflitos de interesse – conceder altas classificações para títulos vendidos por clientes poderosos aumentará seus negócios –, Mishkin conclui que "há pouca evidência de que agências de classificação apresentam tais conflitos de interesse", porque explorar sua posição "resultaria em menor credibilidade das classificações ... e uma custosa perda de reputação".[20]

No ano anterior ao ingresso de Mishkin no conselho do Federal Reserve seu salário na Columbia (por meio ano) foi de 232 mil dólares, e ele teve direitos autorais e adiantamentos de livros didáticos de 522 mil dólares. Sua receita total de consultoria, incluindo a Islândia, foi de 274 mil dólares, e ele ganhou 30 mil dólares por palestras, totalizando uma renda de 1.058.000,00 dólares. Também relacionou valores mobiliários avaliados entre 6.740.103,00 e 21.356.000,00. Quando perguntei se dera consultoria para instituições financeiras após deixar o Federal Reserve ele respondeu que sim, mas que não queria discuti-las.[21]

Como Summers e outros que logo conheceremos, Mishkin também está no circuito de palestras. E aqui sou grato a uma das consequências do meu filme. Como já foi mencionado, após *Trabalho interno* ter sido lançado, a Faculdade de Administração de Columbia (e várias outras

instituições acadêmicas) finalmente adotou políticas de transparência. A Columbia ainda não exige revelação de quantias em dólar de renda externa, mas os professores agora são obrigados a revelar a identidade de seus clientes. Eis todas as palestras de Mishkin entre 2005 e fevereiro de 2012:

ACLI	International Monetary Fund
Bank America	Kairos Investments
Barclays Capital	Lexington Partners
Bidvest	Miura Global
BNP Paribas	National Business Travel Association
Brevan	Howard NRUCF
BTG Asset Management	Penn State University
CME Group	Pension Real Estate Association
Deloitte	Premiere, Inc.
Deutsche Bank	Shroeder's Investment Management
Fidelity Investments	Treasury Management Association
Freeman and Co.	Tudor Investment
Futures Industry Association	UBS
Goldman Sachs	Urban Land Institute
Goodwin Proctor	Villanova University
Handelsbanken	

Richard Portes. Embora seja americano, Richard Portes é um dos economistas mais destacados da Europa. É professor de economia da London Business School e fundador e diretor do Centro de Pesquisa de Políticas Econômicas, além de ocupar vários outros cargos.

Em 2007 o professor Portes, assim como Frederic Mishkin, se tornou outro feliz consultor da Câmara de Comércio da Islândia, que em novembro de 2007 publicou "A internacionalização do setor financeiro da Islândia", escrito em parceria com um professor de economia da Universidade de Reikjavik. Apenas um ano depois a Islândia quebrou completamente. Mas, se isso é possível, Portes era ainda mais confiante que Mishkin, e aparentemente ignorou que os "ativos" dos bancos islandeses haviam aumentado para 800% do PNB. Seu estudo e a apresentação de PowerPoint que o acompanha estão recheados de frases como "A internacionalização do setor financeiro islandês é um grande sucesso" e "Volatilidade financeira não é ameaça". Mesmo em meados de 2008 Portes continuava a aparecer na imprensa falando em nome dos bancos islandeses. Em julho de 2008, três meses antes da implosão, Portes escreveu um artigo no *Financial Times*. Não revelava que ele havia recebido pagamentos da Câmara de Comércio da Islândia. No artigo Portes critica duramente outro economista, Robert Wade, que pouco antes havia escrito um ensaio intitulado "Islândia paga o preço do excesso financeiro". Um trecho da resposta de Portes:

"A Islândia não poderia ter 'o menor grau de regulamentação possível'. Ela tinha de aplicar exatamente a mesma legislação e a mesma estrutura de regulamentação dos Estados-membros da União Europeia, e seu órgão de controle de serviços financeiros é altamente profissional. O professor Wade repete a alegação comum de que os bancos islandeses 'operavam como fundos de hedge'."

E o artigo de Portes termina:

"Os bancos islandeses não têm praticamente nenhuma exposição aos títulos tóxicos que quase todos os outros bancos compraram.

"Os comentários restantes do professor Wade são políticos, incluindo disseminação de boatos. Isso e seu

descuido com as informações são lamentáveis, dadas as frágeis condições atuais dos mercados financeiros internacionais. Ele preferiria que os islandeses adotassem 'um modelo mais escandinavo'. O conselho sem dúvida é bem-intencionado, mas não devemos ficar surpresos caso eles o ignorem."

Isso foi no dia 4 de julho de 2008. Em outubro os bancos entraram em colapso e muitos de seus executivos fugiram para Londres. Alguns deles tiveram até mesmo de vender os jatos particulares, iates e coberturas. Aqueles que não foram presos parecem estar vivendo com muito conforto. Alguns deles, porém, *foram* presos e estão sendo julgados. Entre os réus estão os ex-CEOs dos três grandes bancos, bem como o ex-primeiro-ministro, Geir Haarde.

O currículo do professor Portes afirma que ele é conselheiro de dois fundos de hedge. Também está no circuito de palestras. Sem nenhuma ironia aparente, sua página de palestras na internet o apresenta da seguinte forma:

> Richard Portes é um destacado economista celebrado por sua visão global e suas análises penetrantes dos mercados financeiros. É famoso por seu conhecimento de engenharia financeira e dos derivativos exóticos – e com frequência tóxicos – inventados por Wall Street.[22]

Laura D'Andrea Tyson. Tyson recebeu seu doutorado em economia no MIT em 1974, e posteriormente lecionou em Princeton, MIT, Faculdade de Administração de Harvard e Universidade da Califórnia em Berkeley. Foi diretora da Faculdade Haas de Administração da Universidade da Califórnia em Berkeley e depois da London Business School, antes de retornar a Berkeley como professora. Durante o governo Clinton foi presidente do Conselho de Consultores Econômicos e depois diretora do Conselho Econômico Nacional. Pouco após deixar o governo Tyson ingressou no conselho do Morgan Stanley, que lhe paga 305 mil dólares por ano, e também da Ameritech, uma companhia

telefônica monopolista regional que foi depois adquirida pela AT&T; ela agora integra o conselho da AT&T, bem como vários outros.

Segundo declarações à SEC, até 2011 ela ganhou cerca de 784 mil dólares por ano em dinheiro e ações pelas diretorias de quatro empresas de capital aberto.[23] Tyson também foi conselheira do Credit Suisse e de um fundo de private equity asiático e integra o mesmo comitê sobre regulamentação de mercados de capitais que tem como um dos presidentes Glenn Hubbard. Também foi diretora do Law and Economics Consulting Group e trabalha com seu sucessor, o Berkeley Research Group. Tyson integra ainda muitos conselhos de organizações sem fins lucrativos e comitês consultivos, entre eles Peter Institute, Brookings Institution e Center for American Progress.

Tyson deu poucas declarações públicas sobre a crise; quando falou sobre ela, fez referências vagas a ganância, mania e bolhas.

Ela também está no circuito de palestras. Seu escritório de palestrantes (a Harry Walker Agency) identifica alguns de seus clientes. A página sobre ela na internet cita depoimentos entusiasmados de antigos clientes como Wescorp, uma união de crédito que as autoridades federais assumiram em 2009; a European Petrochemical Association; a Northern Telecom; a Commercial Real Estate Women of San Francisco; o vice-presidente de relações governamentais da Siemens Corporation; a Nomura Securities; e a Callan Associates, uma empresa de consultoria de investimentos.[24] A Universidade da Califórnia em Berkeley não faz exigências de transparência pública para atividades ou faturamento externo, então não sabemos a renda de Tyson com palestras ou as identidades de seus outros clientes de consultoria.

Martin Feldstein. Martin Feldstein é um dos mais destacados economistas dos Estados Unidos; professor de Harvard, foi presidente do Conselho de Consultores Econômicos do governo Reagan e, durante quase trinta anos, presidente do National Bureau of Economic Research, a maior e mais destacada organização de pesquisa de economia.

O professor Feldstein também integrou o conselho de diretores da AIG e da AIG Financial Products por mais de vinte anos, uma relação que só terminou quando a AIG quebrou e seu conselho foi substituído. E embora tenha escrito mais de trezentos ensaios sobre uma grande variedade de temas, será perda de tempo procurar qualquer texto sobre os perigos de credit default swaps desregulamentados, remuneração do setor financeiro ou governança corporativa frouxa. Ele também faz muitas palestras remuneradas. A página na internet de seu escritório de palestras o relaciona como especialista na crise imobiliária, mais uma vez sem qualquer ironia aparente; não há nenhuma referência a ele ter integrado o conselho da AIG.[25]

Eis um trecho não editado de minha entrevista filmada com ele, que tem partes incluídas em *Trabalho interno*:

CF: O senhor acha que o setor de serviços financeiros tem tido influência demasiada nas políticas de governo?

FELDSTEIN: Todo setor tenta influenciar as políticas implantadas por Washington. Companhias aéreas, serviços financeiros, o que quer que seja. Não, eu diria que não. Acho que as decisões tomadas para mudar, para afrouxar algumas das regulamentações, fosse a regra de Illinois de que você só poderia ter uma filial, ou a Glass-Steagall, acho que essas coisas tinham amplo apoio intelectual entre os economistas, de modo que não foi por causa de algum esforço de pressão na calada da noite que o setor financeiro conseguiu produzir essas mudanças.

CF: Talvez não na calada da noite, mas ao longo da última década o setor de serviços financeiros fez cerca de 5 bilhões de dólares em contribuições políticas nos Estados Unidos. É muito dinheiro. Isso não o incomoda?

FELDSTEIN: Não.

CF: Acha que o setor de serviços financeiros tem influência excessiva sobre os economistas?

FELDSTEIN: Eu diria que não. Sequer tenho ideia de qual base você tem em mente para isso. Penso nos meus colegas ... Não consigo sequer pensar em como eles seriam influenciados. A maioria deles não tem nada a ver com o setor de serviços financeiros.

Hal Scott. Como Laura Tyson e Glenn Hubbard, Scott está ligado ao Commitee on Capital Market Regulation. Também integra o conselho do Lazard, um banco de investimento cuja receita em 2010, pequena pelos padrões atuais, foi de 1,9 bilhão de dólares. O professor Scott frequentemente depõe no Congresso, em geral insistindo nos perigos do excesso de regulamentação financeira. Em 2011, por exemplo, ele pediu a aplicação limitada da "regra Volcker", restringindo negócios com capital próprio dos bancos.[26]

No começo de 2012 Scott se pronunciou publicamente contra a SEC e a favor do Carlyle Group quando este tentou inserir em suas ofertas públicas de ações uma cláusula proibindo os acionistas de sequer poder iniciar ações coletivas contra ele. A SEC impediu a tentativa e o Carlyle se recolheu pouco depois.[27] Scott se recusou a ser entrevistado para *Trabalho interno* e não respondeu a perguntas por escrito sobre suas atividades externas e sua renda.

John Campbell. Quando o entrevistei para meu filme em 2009, John Campbell acabara de se tornar presidente do departamento de Economia de Harvard. Ele é um destacado especialista em finanças, ex-presidente da American Finance Association. Campbell não se envolve profundamente em política, políticas públicas ou poder ao estilo de um Larry Summers, uma Laura Tyson ou um Martin Feldstein. É, em vez disso, um exemplo do ambiente criado pela influência ampla do setor financeiro. Quando perguntei sobre as causas da crise ele deu uma longa resposta lúcida na qual a palavra "desregulamentação" não

apareceu uma só vez. Então, quando perguntei sobre a questão do conflito de interesses em economia ele se tornou esquecido e defensivo. Eis alguns trechos de minha entrevista:

CF: Então, Harvard exige transparência de conflitos de interesse financeiros em publicações?

CAMPBELL: Não que eu saiba.

CF: Acha que seria uma boa ideia?

CAMPBELL: Teria de pensar sobre isso.

E depois:

CF: O senhor pede que as pessoas informem a remuneração que receberam e o volume da remuneração que receberam por atividades externas?

CAMPBELL: Não.

CF: Não acha que isso seja um problema?

CAMPBELL: Não vejo por quê.

Depois:

CF: Então você procura seu médico. Seu médico diz: "Tome este remédio." Você depois descobre que 80% da renda pessoal do seu médico vêm do fabricante daquele remédio. Isso não o incomoda em nada?

CAMPBELL: Acho que os médicos estão em uma posição que é mais próxima da posição das autoridades. Os médicos fazem trabalhos clínicos, certo? Com efeito fazem política em microescala. Acho que não é a analogia certa.

CF: Certo, então vamos mudar. Um pesquisador médico escreve um artigo dizendo que para tratar certa doença você deveria receitar tal droga. O médico recebe 80% de sua renda pessoal do fabricante do remédio. Isso não o incomoda?

CAMPBELL: Acho que certamente é importante revelar a … Acho que também é um pouco diferente dos casos que estamos discutindo aqui, porque…

CF: Permitiria que eu desse uma olhada nos relatórios de atividades externas dos seus docentes?

CAMPBELL: Bem, eu não os vejo. O reitor os vê. Eu conheço o meu, mas não vejo o de mais ninguém.

CF: Eles são informação pública?

CAMPBELL: Não.

O ponto de vista de Campbell é o dominante nas universidades americanas, que em sua maioria não revelam

as atividades externas do corpo docente – ou mesmo de funcionários da universidade. Grande envolvimento com empresas de serviços financeiros também inclui cada vez mais administradores acadêmicos e presidentes de universidades.

Até 2009 Ruth Simmons, presidente da Universidade Brown, integrava o conselho de diretores do Goldman Sachs. Sua substituta foi Debora Spar, presidente do Barnard College da Universidade de Columbia, que permaneceu no conselho do Goldman até 2012. A especialidade acadêmica anterior da dra. Spar era o estudo de cartéis internacionais, o que deve ter sido útil. Carol Christ, presidente do Smith College, integrou o conselho do Merrill Lynch até ele ser comprado pelo Bank of America em 2009. Susan Hockfield é presidente do MIT desde 2004; em 2012 ela anunciou sua intenção de se afastar quando um substituto fosse encontrado. Ela integra o conselho da General Electric desde o começo de 2007. Embora costume ser vista como uma empresa industrial, a General Electric se envolve pesadamente com finanças de duas formas. Primeiro, sua subsidiária GE Capital se envolveu muito com a bolha e gerou quase metade dos lucros da GE durante sua vigência. No período da crise a GE Capital perdeu quantias enormes, em grande medida por suas atividades relacionadas à bolha. (Em 2004, por exemplo, a GE adquiriu o WMC Mortgage, sexto maior emprestador de subprime dos Estados Unidos.) Em segundo lugar, a GE é uma das mais agressivas utilizadoras de engenharia legal e financeira para fugir de impostos.

Porém, os serviços financeiros não são o único setor a empregar presidentes de universidades. Shirley Jackson, presidente do Rensselaer Polytechnic Institute, integra sete conselhos de diretores, incluindo os da IBM, Federal Express e Marathon Oil.

Esses conflitos de interesses na academia se revelam com perturbadora clareza em nomeações posteriores para postos no governo. De fato, a maior parte do que sabemos sobre conflitos de interesses acadêmicos se deve à obrigatoriedade de transparência do governo federal – à SEC no caso de empresas de capital aberto, a agências reguladoras e ao governo federal quando professores ingressam no governo. Por exemplo: o economista-chefe da divisão antitruste do Departamento de Justiça costuma ser um professor de economia. Três pessoas que ocuparam o posto são Carl Shapiro, Daniel Rubinfeld e Richard Gilbert, todos eles professores de economia da Universidade da Califórnia em Berkeley. Todos os três fizeram muita consultoria de defesa antitruste para empresas de telecomunicações e/ou energia, tanto antes quanto depois de trabalhar no governo. Rubinfeld e Gilbert foram fundadores do Law and Economics Consulting Group. Quando Gilbert foi nomeado economista-chefe do Departamento de Justiça, teve de vender um grande pacote de ações do LECG; mas dois anos depois, assim que deixou o Departamento de Justiça, comprou-o de volta. Alguns anos mais tarde ele e Rubinfeld deixaram o LECG para abrir sua própria empresa, que foi adquirida pela Compass Lexecon, que se tornou uma firma grande e de destaque, sobretudo em consultoria antitruste. A Compass Lexecon também representou Angelo Mozilo quando este foi processado por fraude pela SEC; a *newsletter* da empresa em 2010 afirma com orgulho: "Após os depoimentos os réus fizeram acordos com a SEC na véspera do julgamento em termos favoráveis que foram amplamente descritos pela imprensa como 'um tapinha no pulso'."[28]

As maiores empresas de telecomunicações dos Estados Unidos – em particular AT&T e Verizon, as duas líderes que ainda têm significativas posições monopolistas – foram extraordinariamente dedicadas em comprar apoio

econômico. Entre os economistas de destaque que deram consultoria e com frequência escreveram e prestaram depoimentos no Congresso sobre política de telecomunicações e/ou ajudaram no governo estão Jerry Hausman, do MIT; Robert Crandall, do Brookings; Paul Macavoy, de Yale; Gregory Sidak, da Universidade de Tilburg; Carl Shapiro, da Universidade da Califórnia em Berkeley; Peter Temin, do MIT; David Teece, de Berkeley, e muitos mais. Há alguns anos conversei com altos funcionários da Divisão Antitruste do Departamento de Justiça sobre possíveis ações antitruste contra AT&T e Verizon. Eles me disseram que uma importante barreira a tais ações era que poucos destacados economistas de telecomunicações, ou mesmo nenhum, estariam dispostos a testemunhar para o governo, porque quase todos trabalhavam para as concessionárias por remunerações em geral de dez a cinquenta vezes superiores às taxas de consultoria do governo. Como veremos no próximo capítulo, a questão das telecomunicações é importante. Hoje os Estados Unidos estão aproximadamente na vigésima posição no mundo em instalação de banda larga, e continuam a ficar para trás em relação a outros países da Europa e Ásia. Como a instalação de banda larga é um grande motor do crescimento econômico futuro, bem como determinante para reduzir emissões de gases do efeito estufa e dependência de petróleo importado, essa deficiência é um problema significativo para os Estados Unidos. A ineficiência, a concentração estrutural e o poder político do setor de telecomunicações nos Estados Unidos contribuem para esse estado de coisas. Contudo, economistas contratados pelo setor são consistentes ao defendê-lo de acusações de formação de cartel e ações reguladoras que poderiam aumentar a concorrência.

Outros setores que se valem pesadamente das mesmas técnicas, e de muitas das mesmas pessoas e empresas, são

energia (claro), setores ligados a cuidados de saúde e software. Richard Schmalensee, professor e ex-diretor da Faculdade Sloan de Administração do MIT, foi a principal testemunha econômica da Microsoft em seu julgamento por cartel; em seu depoimento ele foi flagrado contradizendo sua própria obra acadêmica anterior. Testemunhou que os constantes lucros muito altos da Microsoft não eram indícios de poder monopolista, quando antes escrevera justo o oposto. Em 2004, Steven Weber, um professor de Berkeley, publicou um livro sobre o movimento de software livre chamado *The Success of Open Source*. O livro descrevia como o ativismo não comercial de baixo para cima em software gerara produtos de fonte aberta de sucesso como o Linux. Em nenhum momento o livro mencionou que grande parte do movimento pelo código aberto havia sido financiado por IBM, Hewlett-Packard, Dell, Google e outras grandes empresas como uma forma de reduzir o poder de concorrentes como Microsoft e Oracle. Tampouco se disse que na época o professor Weber dava consultoria à IBM exatamente sobre o tema.

Em termos recentes, o fenômeno de remunerar professores por defesa de políticas públicas começou a ir além da economia e do direito, para o campo da ciência política e da política externa. O caso recente mais extraordinário, embora não o único, envolve a Líbia. Em 2006 Muamar Kadafi, ditador da Líbia por mais de quarenta anos até sua derrubada e execução em 2011, decidiu que era hora de melhorar sua imagem. E havia um incrível grupo de acadêmicos britânicos e americanos de destaque prontos para ajudá-lo.

A Líbia de Kadafi, que lugar maravilhoso

Anthony Giddens é famoso no mundo acadêmico. Há muito professor da Universidade de Cambridge e ex-diretor da

London School of Economics (LSE), foi conselheiro do primeiro-ministro Tony Blair e do “Novo Trabalhismo”. Em 2007 Giddens escreveu uma coluna para o *Guardian*, “Minha conversa com o coronel”, relatando uma entrevista com Kadafi. Para investigar a sinceridade de novas posturas políticas da parte do coronel Kadafi, Giddens diz que “foi à Líbia com David Frost e o professor Benjamin Barber, um celebrado teórico da democracia, para debater com ele”. Descrevendo Kadafi como “uma figura imponente, vestindo uma túnica dourada”, Giddens concluía:

> Para um país de partido único a Líbia não é especialmente repressiva. Kadafi parece genuinamente popular. Nossa discussão sobre direitos humanos se concentrou sobretudo em liberdade de imprensa. Ele permitiria maior diversidade de expressão no país? Não existe tal coisa no momento. Bem, ele pareceu confirmar que sim. Quase toda casa na Líbia parece já ter uma antena parabólica. E a internet está prestes a cobrir o país. Kadafi falou em apoiar um programa que produzirá computadores com acesso à internet, custando 100 dólares cada, disponível a todos, a partir da escola básica.
>
> Será que progresso real só será possível quando Kadafi sair de cena? Eu tendo a achar o oposto. Se ele é sincero em desejar mudanças, como acho que é, poderia desempenhar um papel em impedir um conflito que de outra forma poderia surgir à medida que a modernização ganha espaço. Meu futuro ideal para a Líbia em duas ou três décadas seria uma Noruega do Norte da África: próspera, igualitária e progressista. Não é fácil de conseguir, mas não é impossível.[29]

Giddens não mencionou o estudante de medicina palestino e o grupo de enfermeiras búlgaras que Kadafi havia muito mantinha sob sentença de morte pela acusação absurda de infectar centenas de crianças com Aids. Mas quando Kadafi finalmente libertou as enfermeiras mais tarde naquele ano, o companheiro de Giddens, Benjamin Barber, professor de Rutgers, escreveu no *Washington Post*:

> Descartado há pouco tempo como um déspota implacável, Kadafi é um pensador complexo e adaptativo, bem como um autocrata eficiente, embora descontraído. Diferentemente de quase qualquer outro governante árabe, ele tem exibido uma capacidade extraordinária de repensar o papel de seu país em um mundo mudado e em mutação.

> Digo isso por experiência própria. Em várias conversas pessoais que tivemos no ano passado, Kadafi repetidas vezes me disse que a Líbia buscava uma reaproximação genuína com os Estados Unidos e que a questão das [enfermeiras] – bem como a indenização ainda suspensa da Líbia às famílias de vítimas de um atentado à bomba em Lockerbie, Escócia – seria resolvida. E atenção: as enfermeiras estão livres.[30]

Mais tarde naquele mesmo ano, Joseph S. Nye, ex-diretor da faculdade Kennedy de Governança de Harvard e ex-secretário assistente de Defesa, também escreveu sobre uma visita a Kadafi, que, de forma impressionante, exibiu exemplares do último livro do professor, *Soft Power*. Nye escreveu na *New Republic*: "Não há dúvida de que [Kadafi] age no palco mundial de maneira diferente do que fazia em décadas passadas. E o fato de ter reservado tanto tempo para discutir ideias – incluindo *soft power* – com um professor visitante sugere que está ativo na busca por uma nova estratégia."[31]

Nye, contudo, pelo menos foi honesto – ao contrário da maioria dos outros. Ele voluntariamente revelou que visitara Kadafi por ter sido remunerado por isso, por uma empresa de consultoria chamada Monitor Group. Em 2011 a revista *Mother Jones* revelou que a Monitor havia sido contratada por Kadafi para melhorar sua imagem; a Monitor recebeu 3 milhões de dólares.[32] As "conversas pessoais" que Barber descreveu em seu artigo no *Post* – como se ele por acaso estivesse na região e Kadafi o tivesse convidado a fazer uma visita, com naturalidade – foram acertadas como parte de uma campanha de relações públicas. (Barber também integrou o conselho da Saif Qaddafi International Charity and Development Foundation, que levava o nome do filho de Kadafi, Saif, até se afastar em fevereiro de 2011 após a violenta repressão de Kadafi a manifestações na Líbia.) A Monitor também acertou que outro professor de Harvard, Robert Putnam, visitasse o coronel. Na época todas essas pessoas, por uma remuneração, ficaram muito felizes em ser usadas em

benefício do contrato da Monitor. Putnam, por conta própria, revelou ter sido pago, embora não tenha mencionado fazer parte de uma campanha de relações públicas líbia conduzida pela Monitor. Ele depois disse lamentar tê-lo feito. Giddens e Barber sequer revelaram ter sido pagos, muito menos que tinham uma relação com a Monitor, e se recusaram a discutir a remuneração.

A Monitor Group foi fundada em 1983 pelo professor da Faculdade de Administração de Harvard Michael Porter. De início se dedicava a estratégia empresarial, campo de atuação principal de Porter, mas depois começou a dar consultoria para governos estrangeiros. Na verdade a Monitor também estava trabalhando para a Jordânia, igualmente para melhorar sua imagem pública, ao mesmo tempo que trabalhava para Kadafi. Nos dois casos a Monitor violou a lei ao não se registrar como um agente estrangeiro. Ninguém pode atuar "dentro dos Estados Unidos como conselheiro de relações públicas, agente de publicidade, funcionário de serviços de informação ou conselheiro político" para um governo estrangeiro sem se registrar. No seu site o Departamento de Justiça afirma que a lei "facilita a avaliação pelo governo e o povo americanos das declarações e atividades de tais pessoas à luz de sua atuação como agentes estrangeiros".[33] Precisamente. Essa é a ideia da transparência.

Giddens, Barber, Putnam, Nye e a Monitor não estavam sós em ajudar a Líbia. O filho de Kadafi e herdeiro aparente, Saif, frequentou a London School of Economics. O professor David Held, um docente, integrava o conselho da Saif Qaddafi Foundation na mesma época em que era orientador da tese de doutorado de Saif Kadafi. A LSE deu a Saif Kadafi o doutorado pouco após Kadafi ter prometido doar cerca de 2,5 milhões de dólares à escola e o governo líbio ter concedido à LSE um contrato adicional para formar funcionários públicos. Em março de 2011 o diretor da LSE,

Howard Davies, pediu demissão, citando “erros de avaliação”. A Monitor depois admitiu ter ajudado Saif Kadafi com sua dissertação, que parece conter plágios substanciais.

As consequências

O problema da corrupção acadêmica está hoje tão enraizado que essas disciplinas, e as principais universidades dos Estados Unidos, estão gravemente comprometidas e qualquer um que pense em não seguir a tendência estaria muito assustado. Pense na seguinte situação: você é um estudante de graduação, ou um novo membro do corpo docente, cogitando fazer uma pesquisa sobre, digamos, o efeito das estruturas de remuneração no risco assumido pelos serviços financeiros na década passada ou o possível impacto das exigências de transparência no mercado de credit default swaps. O presidente da sua universidade é… Larry Summers. O presidente do National Bureau of Economic Research é… Martin Feldstein. A diretora do seu departamento é… Laura Tyson, ou Glenn Hubbard, Richard Schmalensee, ou John Campbell. Ou você está no MIT e quer estudar a redução no pagamento de impostos de pessoa jurídica no último quarto de século. A presidente do MIT é Susan Hockfield, integrante do conselho da GE, empresa que conseguiu evitar totalmente impostos de pessoa jurídica durante vários anos a despeito de ter bilhões de dólares anuais em lucros.

Ou, se você estiver no *think tank* comandado pelo Conselho de Relações Exteriores, talvez descubra que Robert Rubin é um dos presidentes do conselho. Entre outros membros do conselho estão Stephen Friedman, que integra o conselho do Goldman Sachs; Henry Kravis, do

KKR; e David Rubinstein, do Carlyle Group. O lugar onde você trabalha se chama Maurice R. Greenberg Center for Geoeconomic Studies – de Hank Greenberg, ex-CEO da AIG. O presidente do conselho de curadores da Brookings Institution é John Thornton, ex-presidente do Goldman Sachs; cerca de metade dos membros do conselho do Brookings é de executivos de serviços financeiros. O Brookings Hamilton Project, que se dedica a aumentar a prosperidade econômica dos Estados Unidos, foi criado por Robert Rubin.

Você também sabe que os comitês que analisam pedidos de bolsa e os painéis que decidem quais estudos serão publicados nos periódicos acadêmicos estão cheios de professores que prestam consultoria para empresas de serviços financeiros. Essas pessoas têm peso na hora de decidir se você será publicado, empregado ou será titular.

Eis o que Frederic Mishkin – relativamente um peso-leve em comparação com, digamos, Larry Summers ou Glenn Hubbard – relaciona em seu currículo sob "Periódicos":

Conselho Editorial, *American Economic Review*, 1982-85.

Editor associado, *Journal of Business and Economic Statistics*, 1986-93.

Editor associado, *Journal of Applied Econometrics*, 1985-2000.

Editor associado, *Journal of Economic Perspectives*, 1994-2004.

Editor, Federal Reserve Bank de Nova York, *Economic Policy Review*, 1994-1997. Conselho Editorial, 1997-2006.

Editor associado, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1992-2006.

Conselho consultor, *Macroeconomics and Monetary Economics Abstracts*, 1996-2006.

Conselho Editorial, Central Bank of Chile Series, *Central Banking, Analysis, and Economic Policy*, 2001-9.

Conselho Editorial, *Journal of International Money and Finance*, 1992-presente.

Conselho Consultivo, *International Finance*, 1997-presente.

Conselho Editorial, *Finance India*, 1999-presente.

Editor associado, *Emerging Markets, Finance and Trade*, 2008-presente.

Conselho Editorial, *Review of Development Finance*, 2010-presente.

Então, como jovem economista você acabou de concluir sua pesquisa sobre as causas da bolha financeira da Islândia. Onde irá publicá-la? Ou acabou sua análise da política de regulamentação financeira do governo Obama. Está pensando em se candidatar a diversos empregos. Alguma chance de dar de cara com Larry Summers? Bem, eis o que ele relaciona em seu currículo sob "Atividades profissionais":

Conselho de curadores, The Brookings Institution, 2002-presente.
Conselho de curadores, Committee for Economic Development, 2002-presente.
Conselho de diretores, Center on Global Development, 2001-presente.
Membro geral, Council on Competitiveness, 2001-presente.
Membro, Trilateral Commission, 2001-presente.
Membro, Bretton Woods Committee, 2001-presente.
Conselho de Diretores, Institute for International Economics, 2001-presente.
Membro, Inter-American Dialogue, 2001-presente.
Conselho de administradores, Partnership for Public Service, 2001-presente.
Conselho de Diretores, Global Fund for Children's Vaccines, 2001-2005.
Membro, Group of 30, 1997-presente.
Membro permanente, Council on Foreign Relations, 1989-presente.
Editor, *Quarterly Journal of Economics*, 1984-1990.
Comitê executivo, American Economic Association, 1989-1992.
Membro, American Economic Association Commission on Graduate Education, 1988-1990.
Conselho de consultores, Congressional Budget Office, 1986-1990.
National Science Foundation Economics Panel, 1986-1988.
Consultor, governos da Jamaica, Indonésia, Canadá, México, e Japan Program Committee, Econometric Society Meetings, 1982, 1984
AEA Meetings, 1986, 1987.

Então você está pensando em o que a sua análise poderia dizer. O que vai fazer? Sacudir o barco? Boa sorte nisso. Ou subir a bordo para avançar?

O quanto essas forças realmente afetam a pesquisa acadêmica e a definição de políticas de governo? É difícil, claro, medir o efeito com precisão, e muito poucos economistas tentaram, mas minha experiência e as

evidências disponíveis sugerem que o efeito é grande. No começo de 2012 o professor Luigi Zingales, da Universidade de Chicago, descreveu sua análise dos 150 ensaios econômicos mais frequentemente baixados sobre remuneração executiva. Ensaios apoiando remuneração superior para executivos tinham 55% mais probabilidade de serem publicados nos periódicos de maior prestígio, e muito maior probabilidade de serem citados em outros ensaios.[34]

Minha própria experiência sugere que o efeito dos conflitos de interesse em economia é muito mais grave que isso. Dois exemplos merecem ser mencionados: a crise financeira e a análise da legislação antitruste.

Antes e mesmo depois, os comentários acadêmicos sobre a crise financeira feitos por economistas e especialistas em finanças foram impressionantemente contidos. Há, claro, algumas exceções – Raghu Rajan, Nouriel Roubini, Simon Johnson, Lucian Bebchuk, Ken Rogoff, Robert Shiller. Mas, fundamentalmente, o silêncio tem sido ensurdecedor. Como todo um setor pode ser estruturado e estimulado de modo a que funcionários sejam encorajados de maneira sistemática a saquear e destruir suas próprias empresas? Por que as forças do mercado permitem que isso aconteça? Por que as forças do mercado não produziram uma empresa que sistematicamente reunisse e analisasse informações sobre o volume total de exposição a risco no setor? Por que a desregulamentação e a teoria econômica fracassaram de forma tão espetacular e completa? De modo surpreendente, houve muito pouco estudo e discussão pública dessas questões por economistas, e na maioria dos casos o pouco que foi dito não impressionou. Conflitos de interesse decerto desempenham um grande papel nisso. A Bloomberg News relatou em 2012 que no caso do Squam Lake Group, um comitê de destacados economistas formado para produzir relatórios sobre a crise, treze dos quinze

principais economistas do estudo tinham ligações com o setor financeiro.[35]

Os campos de organização industrial e análise de trustes foram, se possível, afetados com mais severidade pelos conflitos de interesse acadêmico. A esmagadora maioria do trabalho acadêmico e federal nessas áreas é dedicada a examinar se uma empresa ou um setor apresenta comportamento predatório ou cobra preços altos demais. Com o tempo até mesmo essas questões restritas foram analisadas de modos cada vez mais favoráveis aos interesses de empresas dominantes e setores altamente concentrados. Minha experiência é que pelo menos dois terços dos principais economistas da área trabalham de modo rotineiro para réus da legislação antitruste, e que muito poucos estão dispostos a dar consultoria ou testemunhar para o Departamento de Justiça em casos de truste.

Igualmente importante, os economistas apenas fecham os olhos, se recusando a estudar grandes questões se elas ameaçam os interesses de seus clientes de consultoria. Também tem havido muito pouca investigação de como grupos de administradores encastelados têm usado seu poder e o poder de suas empresas para enriquecer e se perpetuar. De forma chocante, a economia, como disciplina, tem pouco a dizer sobre como a economia dos Estados Unidos produziu as décadas de ineficiência de GM, Chrysler e IBM até 1993, o setor concentrado do aço ou, por falar nisso, Jimmy Cayne e Stan O'Neal. Tampouco gastou muito tempo avaliando os efeitos da concentração industrial ou do encastelamento da administração no desempenho a longo prazo da economia dos Estados Unidos.

Assim, a avalanche de dinheiro de réus em processos por truste e setores buscando menor regulamentação inquestionavelmente deformou a pesquisa econômica e o debate público. E isso em um setor em que a análise

econômica é de fato importante para o bem-estar dos Estados Unidos.

É nítido que o lançamento de *Trabalho interno* tocou na ferida dessas questões. Eu fui procurado por um grande número de estudantes e professores de Columbia, Stanford, Harvard, Berkeley, Universidade de Michigan e outras instituições. Tem havido muito debate, e alguma evolução. Stanford tem em geral excelentes exigências de transparência, muito superiores às da maioria das outras universidades, e vários departamentos, incluindo a Wharton School e a Faculdade de Administração de Columbia, adotaram tais exigências pela primeira vez. Mas a maioria das universidades ainda não tem nenhuma exigência de transparência pública, e poucas, ou talvez nenhuma, opõem limites à *existência* de conflitos de interesse ou de renda oriunda dessas fontes. O mesmo vale para a maioria das publicações acadêmicas e associações setoriais. Isso está em contraste chocante com as políticas da maioria das empresas privadas e organizações jornalísticas, por exemplo. Repórteres do *New York Times*, da *Fortune* e de outras grandes publicações noticiosas são absolutamente proibidos de aceitar dinheiro de qualquer setor ou organização sobre o qual escrevem. Não é assim na academia.

Houve um desdobramento positivo significativo. Em resposta à informação apresentada em *Trabalho interno*, no começo de 2011 a Associação Americana de Economia (AEA) formou um comitê para decidir se o órgão deveria adotar um código de ética – pela primeira vez na história. Então, no começo de 2012, a AEA adotou uma exigência de transparência para os sete periódicos que publica, que estão entre os mais importantes da disciplina. Mas a maioria das instituições e dos professores de destaque continua a se opor a mais transparência, e quase todos eles se opõem a *limites reais* a conflitos de interesses

financeiros. Quando eu estava fazendo o filme a maioria das instituições e dos presidentes de universidade se recusou a discutir a questão. Os presidentes e reitores de Harvard e Columbia se recusaram a ser entrevistados para o filme, ou mesmo comentar sobre o assunto em *off*. Debati o tema uma vez com a presidente Hockfield do MIT, que claramente ficou muito desconfortável e recusou outros encontros ou conversas sobre o assunto. Apenas após o lançamento do filme seu escritório telefonou para perguntar se algum professor do MIT era mencionado; a preocupação era a imagem pública, não a realidade do problema. O reitor da Universidade da Califórnia em Berkeley também relutou muito em lidar com a questão e evitou perguntas sobre isso na única reunião que tive com ele.

Fico muito triste com isso. Sinto muito afeto por Berkeley, onde fiz a graduação, e pelo MIT, onde passei quase uma década como estudante de mestrado e bolsista de pós-doutorado. As duas instituições fizeram muito para aumentar o conhecimento e as oportunidades educacionais. Durante quase toda a sua história Berkeley foi a melhor e mais acessível universidade pública do mundo. O MIT recentemente colocou todo o seu currículo disponível na internet, e começou a fornecer certificados de conclusão baratos para estudantes a distância. Isso é maravilhoso e importante. Eu amo o mundo acadêmico, que foi muito generoso comigo, e no qual passei uma década extremamente feliz da minha vida. E talvez devesse deixar claro que não sou contra professores ganhando dinheiro, prestando consultorias ao setor ou criando empresas para comercializar algo que tenham inventado. Não tenho nenhum problema com nada disso; na verdade, acho que com frequência é muito benéfico para a academia e para o mercado. Mas dar conselhos especializados transparentes é muito diferente de atuar como lobistas disfarçados e muito

bem remunerados. Assim como a Monitor tem a obrigação legal de se registrar como agente estrangeiro, os acadêmicos com conflitos de interesses deveriam ser obrigados a se revelar sempre que dão uma declaração pública sobre questões de política pública. Também acredito com franqueza que é totalmente impróprio professores serem remunerados para fazer quaisquer declarações de política pública – seja depondo no Congresso ou como "testemunhas especialistas" em casos de truste, fraude ou impostos, ou em aparições na imprensa. De fato espero que de alguma forma o avanço dessa doença específica possa ser detido, porque isso é muito importante.

Contudo, a gradual subversão da independência acadêmica pelas finanças e por outros grandes setores é apenas mais um dos muitos sintomas de uma mudança mais ampla nos Estados Unidos. Uma mudança que é mais geral, e ainda mais perturbadora, que o poder crescente do setor financeiro. Como muitos outros observaram recentemente, ao longo dos últimos trinta anos os Estados Unidos perderam seu status histórico de um país de justiça e oportunidade. Os Estados Unidos costumavam oferecer amplas oportunidades, em particular de ensino e econômicas, à sua população. Não oferece mais. A ascensão de um setor financeiro predatório é apenas um componente, embora muito importante, de uma questão maior. Os Estados Unidos estão em declínio – econômica e politicamente, e também, em certos sentidos, ética e culturalmente. Esse é o tema que irei abordar agora, para encerrar este livro.

9. Os Estados Unidos como um jogo de cartas marcadas

Uma dura queda

É difícil de acreditar agora que nos anos 2000 os Estados Unidos eram considerados a primeira “hiperpotência” da história mundial – um país tão rico e poderoso que conseguira o domínio global aparentemente sem sequer se esforçar.

Os Estados Unidos eram o mais rico e o de crescimento mais acelerado entre os grandes países industrializados, com a base tecnológica mais avançada e forças armadas dominantes. O setor de internet, fonte da mais profunda revolução tecnológica e industrial do século, era completamente dominado pelos Estados Unidos. Com a antiga União Soviética em colapso e a China convertida ao capitalismo de governo, havia até mesmo o “dividendo da paz”. Mesmo durante a crise financeira asiática do final dos anos 1990 o crescimento americano se manteve e o índice de desemprego permaneceu abaixo dos 5%. Os Estados Unidos não podiam errar.

Mas a queda dos poderosos é um tema clássico das tragédias. E poucos países caíram tanto e tão de repente aos olhos do mundo quanto os Estados Unidos desde o começo do novo milênio. Como isso pôde acontecer? À primeira vista, parece algo saído do nada; mas na realidade a decadência dos Estados Unidos já estava sendo concebida havia décadas.

Uma interpretação comum, em particular entre progressistas e democratas, é que o governo Bush fez isso. Segundo esse ponto de vista, um governo democrata fantasticamente administrado (o de Clinton) transferiu uma grande prosperidade a George W. Bush, que a desperdiçou em guerras e cortes de impostos, ao mesmo tempo que dava rédea solta aos bancos. Então o governo Bush deixou a bagunça para Obama, que está sofrendo para juntar os pedaços e recolocar a economia nos trilhos, uma tarefa tornada ainda mais difícil pela intransigência dos republicanos no Congresso.

Há *alguma* verdade nessa história. O governo George W. Bush decerto foi uma categoria à parte. Para começar, Bush devastou as finanças dos Estados Unidos com suas guerras administradas de forma incompetente, e seus enormes cortes de impostos, que favoreceram fortemente os muito ricos, foram executados ao mesmo tempo que os gastos militares aumentavam na esteira do 11 de Setembro e da invasão do Afeganistão, e embora a receita de impostos federais tivesse despencado com o estouro da bolha das pontocom. Depois houve a ocupação do Iraque, incompetente, não planejada e politizada de modo quase inacreditável, que transformou uma guerra de três semanas em um atoleiro de dez anos e 2 trilhões de dólares, em um momento em que os Estados Unidos já estavam muito ocupados com o Afeganistão. E, claro, o golpe de misericórdia do governo Bush foi a ultrajante e com frequência criminosa bolha financeira que nos levou à beira do abismo em 2008 e deixou a economia americana (e mundial) abalada pelos próximos anos.

Então, sim, sem dúvida houve enorme húbris, ganância, estupidez e desonestidade no governo George W. Bush. Mas, por mais tentador que isso possa ser, colocar toda a culpa no governo Bush é um erro, e deixa de lado o ponto principal.

Porque o ponto principal é: ao longo dos últimos trinta anos, sob democratas, bem como republicanos, o sistema

político-econômico dos Estados Unidos perdeu o rumo. Houve episódios ocasionais de progresso real como a revolução da internet; e em algumas áreas, como ciências teóricas da computação e empreendedorismo de alta tecnologia, os Estados Unidos continuam inigualáveis. Mas a tendência subjacente dominante tem sido, e continua a ser, muito negativa. Em silêncio, os Estados Unidos se tornaram um lugar profundamente diferente, com sua competitividade econômica, sua justiça básica, a educação de sua população e sua política em decadência acelerada.

O poder econômico nos Estados Unidos se tornou muito mais concentrado, em termos estruturais e individuais. Estruturalmente, vários dos maiores setores dos Estados Unidos e a economia americana como um todo se tornaram muito mais concentrados desde o início da desregulamentação. Já vimos isso em relação aos serviços financeiros. Mas o mesmo aconteceu nos setores de energia (as quatro maiores companhias petrolíferas), telecomunicações (AT&T, Verizon, o setor de TV a cabo), imprensa (que se superpõe aos setores de cabo e entretenimento), varejo (Walmart, Amazon etc.), agronegócio e alimentação (McDonald's, Yum Brands) e outros setores, mesmo a tecnologia da informação.

Em parte essa tendência rumo à concentração foi causada pela internet e a tecnologia da informação, que permitem a administração eficiente de organizações muito maiores cobrindo mercados e áreas geográficas ampliados. Mas em grande medida essa tendência foi resultado de corrupção – dinheiro corporativo que emasculou políticas antitruste, o sistema político e a ciência econômica. Em muitos setores que se concentraram de forma aguda ou que permaneceram muito tempo concentrados – incluindo serviços financeiros, automóveis, telecomunicações e imprensa – não há qualquer razão para crer que maior concentração gera maior eficiência.

Na verdade, as evidências sugerem o oposto. Muitas das indústrias estrangeiras de maior sucesso que superaram as americanas – veículos, telecomunicações e bens de consumo eletrônicos, entre outras – eram menos concentradas que as dos Estados Unidos. Se a GM tivesse sido fracionada há muito tempo, gerando duas ou três empresas que realmente precisassem competir, a indústria automobilística americana quase certamente estaria em melhores condições. Sem dúvida, tal poder concentrado também contribui para desigualdade de renda. Grandes empresas em setores concentrados têm muito mais poder de barganha junto a funcionários e fornecedores. Walmart, McDonald's e outras empresas enormes são conhecidos pela dureza brutal com seus fornecedores, obrigados a cortar custos, e também pela oposição à sindicalização de sua enorme força de trabalho de varejo mal remunerada, que com frequência tem condições laborais muito difíceis.

Ainda assim, a concentração estrutural da indústria americana prosseguiu nos últimos trinta anos. Ao mesmo tempo, o poder econômico nos Estados Unidos também se tornou mais concentrado no plano individual, com um pequeno número de famílias detendo a maior parte da riqueza financeira e sendo responsável por uma grande parcela das doações individuais para campanhas políticas.

O resultado combinado é que os Estados Unidos são cada vez mais controlados por uma oligarquia amoral que progressivamente corrompeu o governo federal e o sistema político, incluindo *os dois* partidos políticos. Essa corrupção política, por sua vez, encastelou ainda mais os ricos e o setor financeiro, e agora se tornou um grande motor da decadência econômica e social dos Estados Unidos.

Os ricos estão a salvo dos efeitos dessa decadência, pelo menos por ora; de fato, eles se beneficiaram dela, porque têm habilidades, ativos financeiros, mobilidade e poder político. Também são crescentemente isolados por sistemas privados paralelos de educação, segurança, infraestrutura e

serviços financeiros. A ausência de protestos políticos ou sociais significativos em reação a essas mudanças, a despeito do Occupy Wall Street, estimulou-os a prosseguir. Ao mesmo tempo, e em parte como resultado dessas mudanças, os dois terços inferiores da população americana se tornaram menos instruídos, menos informados, menos prósperos, mais raivosos e cada vez mais desencantados com sua liderança política. Há uma boa razão para esse desencanto. A maioria dos americanos no fundo sabe que seus líderes mentem para eles e que o sistema é um jogo de cartas marcadas. Os Estados Unidos ainda são um lugar maravilhoso para 30 ou 40 milhões de pessoas. Mas para os 100 milhões ou mais da base, não é tão agradável.

Quando os Estados Unidos mergulharam em sua decadência econômica nos anos 1970 as primeiras reações dos americanos foram simplesmente trabalhar mais horas e se endividar. Mas após uma confusa e fracassada tentativa de reforma por Jimmy Carter, a política americana afundou cada vez mais em demagogia e corrupção. A reação do sistema político, em particular entre os republicanos, foi fingir que os problemas eram impostos e excesso de governo, também se valendo com hipocrisia de gastos deficitários e bolhas financeiras para disfarçar os problemas de longo prazo. Os democratas produziram um ruído vagamente progressista, mas fizeram pouco em relação a eles, ao mesmo tempo repassando cada vez mais para o setor financeiro e os ricos. Mas essas opções estão se enfraquecendo e acabarão esgotadas. A não ser que os Estados Unidos mudem de rumo, as coisas terminarão mal, pelo menos para a parcela de 90% da base da população, e talvez até mesmo para os ricos que se consideram a salvo.

Durante a maior parte da história americana o povo reagiu bem a desafios, incluindo liderança perigosa e corrupta. Mas esta é a primeira vez que os Estados Unidos enfrentam uma combinação de corrupção política, desigualdade crescente e decadência econômica duradoura.

E até agora a política americana tem basicamente produzido decisões que tornam as coisas piores, não melhores – e são insustentáveis em termos tanto econômicos quanto políticos.

Os Estados Unidos estão entrando em uma zona perigosa. Por um lado, a excessiva concentração de poder tende a produzir uma câmara de eco, na qual aqueles no topo só precisam lidar uns com os outros. Há menos pluralismo, menos competição, um leque mais limitado de opções e pontos de vista, menos espaço de manobra. As empresas têm mais poder, pois há menos escolha; para empregados, fornecedores e clientes é mais difícil reagir, ou ameaçar trocar de empresa. Isso não é saudável.

Mas, além disso, é inevitável que a decadência econômica dos Estados Unidos produza pressões sociais crescentes. Insegurança econômica e social pode produzir ativismo por reformas, mas também raiva, desespero e soluções perigosamente simples. Ela estimula charlatães repulsivos a afastar a opinião pública dos verdadeiros desafios em prol de medidas idiotas, radicais e contraproducentes – ou apenas para não fazer nada.

A deterioração dos Estados Unidos é agora sistêmica e estrutural, e está fazendo o impensável se tornar possível no país, exatamente como já está acontecendo na Europa. Até a crise financeira global, a “grande recessão” e a crise da dívida soberana europeia, ninguém acreditaria que a Europa corria um sério risco de crise financeira, talvez acompanhada de grande instabilidade social e política. Mas agora está claro que a Europa *enfrenta* esses problemas. E em um tempo não muito distante, os Estados Unidos também poderão enfrentar.

Por razões estudadas adiante, o *sistema nacional americano* – a combinação de oportunidade educacional e econômica, políticas governamentais de longo prazo, liberdade de discussão por intermédio de uma imprensa independente, um sistema acadêmico que produzia análise crítica de argumentos autocentrados e competição política

bipartidária que manteve os Estados Unidos prósperos e dinâmicos por muitas décadas – se desfez. Isso desestabilizou, mas também paradoxalmente congelou, a política americana; quando se olha sob a superfície, desde 1980 mais ou menos tem havido uma assustadora continuidade no comportamento político. A cada década a política federal sob os dois partidos políticos foi se inclinando para o setor financeiro, os muito ricos e os setores mais poderosos, concentrados e com frequência mais ineficientes ou prejudiciais nos Estados Unidos.

Inegavelmente, isso também tem uma dimensão cultural. O povo americano se tornou cada vez mais assustado, frustrado, raivoso, pessimista. Alguns exigem reformas, mas muitos outros querem tão só um retorno a uma época mais simples, mais segura e mais tradicional. Eles são suscetíveis a política e religião radicais e a falsas promessas de prosperidade fácil, quer oferecidas por pregadores, políticos ou banqueiros. Muitos outros apenas desistiram, não se importando em votar ou prestar atenção em política. Esse ambiente tornou muito fácil para os políticos, tão facilmente comprados pela nova oligarquia dos Estados Unidos, explorar a raiva e a fadiga populares quando na verdade ao mesmo tempo produzem políticas oligárquicas. Newt Gingrich ataca o governo após receber 1,6 milhão da Freddie Mac para fazer lobby; Mitt Romney finge que a crise financeira foi causada por excesso de regulamentação; e o arqui-inimigo deles, o presidente Obama, promete reformas enquanto protege Wall Street.

Em termos comparativos, o Partido Republicano produziu o comportamento mais explicitamente ruim, mas esse se tornou um processo bipartidário. De fato, algumas das políticas mais destrutivas que levaram à crise financeira foram iniciativa do governo Clinton, não do governo George W. Bush, e algumas das políticas mais destrutivas de Bush tiveram o apoio de muitos democratas no Congresso. Em tempos mais recentes, Barack Obama escolheu pessoas e

políticas chocantemente próximas dos governos Clinton e Bush, e de certa forma ainda piores. Obama limpou a lama de algumas pessoas desonestas e desacreditadas, manteve intactos os privilégios e a renda do setor financeiro, evitou processos por crimes financeiros e não fez quase nada quanto à crise dos despejos e aos milhões de americanos que devem por suas casas mais do que elas valem. (Em 2012 cerca de 20% das hipotecas americanas ainda estava "abaixo da linha-d'água".)

E talvez o pior de tudo, o governo Obama não fez nada para combater a decadência de longo prazo dos Estados Unidos. Disse pouco, e fez menos, sobre as crescentes desigualdades de renda e riqueza dos Estados Unidos, a deterioração do ensino público e das oportunidades de ensino, a criminalidade predatória do setor financeiro ou as muitas formas pelas quais o dinheiro hoje corrompe a política econômica americana. Assim que assumiu o cargo Obama discretamente abandonou sua retórica reformista e ativista de campanha, passando a alegar que a recuperação estava acontecendo e tudo ficaria bem. Com a eleição de 2012 se aproximando, começou a retomar a retórica reformista, mas sem na verdade *fazer* nada.

Em síntese, no que diz respeito às questões centrais que a economia americana enfrenta, os dois partidos se deslocam na direção errada. As discussões acaloradas que dominam as manchetes são para a plateia. Nas questões fundamentais os novos governantes dos Estados Unidos estão dando o tom. O que está acontecendo?

Em maio de 2009, Simon Johnson, professor do MIT e ex-economista-chefe do FMI, publicou um artigo poderoso no *Atlantic Monthly* intitulado "O golpe silencioso". Johnson catalogou o crescimento descontrolado do setor financeiro dos Estados Unidos e suas consequências perniciosas, alertando que o país estava começando a se parecer perigosamente com uma oligarquia de mercado emergente (ou, colocando de forma menos agradável, uma república de

bananas, uma ditadura do Terceiro Mundo), com direito a problemas de dívida soberana, crises financeiras, resgates dos ricos sempre que eles fazem besteira e divisões de casta entre ricos e pobres. Johnson destacou que com frequência esse processo termina com a oligarquia crescendo tanto que a crise financeira leva à depressão, que por sua vez leva à revolução política. Para que os Estados Unidos evitem esse destino, argumenta Johnson, precisam dividir seus maiores bancos e retomar o controle sobre o setor de serviços financeiros.

Minha própria visão é a de que em um sentido as coisas são um pouco mais esperançosas do que Johnson sugere, enquanto em outros ele na verdade subestimou os problemas dos Estados Unidos, porque eles vão além do setor de serviços financeiros.

Pelo lado da esperança, acredito que os Estados Unidos ainda *são* uma sociedade suficientemente aberta e democrática, embora de modo imperfeito, e que quando o povo americano enfim decidir que já aguentou demais, a mudança será possível. Os números – pelo menos os números de pessoas – estão do lado da reforma. E na verdade não é nem o *setor* financeiro que está do outro lado; é a *elite* do setor financeiro, as 50 mil pessoas que ganham dinheiro de verdade e controlam as empresas. Essa não é uma oposição insuperável. E várias vezes no último meio século os Estados Unidos viram movimentos populares produzirem grandes mudanças políticas de baixo para cima, mesmo quando os dois partidos políticos a princípio não deram atenção. Os movimentos pelos direitos civis, pelos direitos das mulheres e ambientalista me ocorrem. A raiva popular pode até mesmo remover um presidente e todo o seu governo, como vimos no caso de Richard Nixon e sua patota após Watergate. Acho que a principal razão para a política movida a dinheiro ter tido sucesso nas últimas décadas é simplesmente que a maioria dos americanos ainda não está com raiva o bastante, ainda não está

consciente de como foi roubada. Muitos outros são pessimistas demais para usar o sistema estabelecido, mas não raivosos o bastante para fazer o sistema mudar.

Por outro lado, os Estados Unidos estão diante de dois problemas além daqueles que Johnson menciona e que dificultam os esforços de reforma. Primeiro, como irei descrever com mais detalhes a seguir, os partidos políticos e a máquina governamental foram sequestrados de uma forma muito inteligente e poderosa que desafia soluções fáceis. Em 2010 eu cunhei a expressão "duopólio político" para descrever essa situação na qual os dois partidos concordam em discordar de modo violento sobre questões sociais enquanto ambos servem à oligarquia econômica americana e bloqueiam o surgimento de terceiras forças e tentativas de reforma.[1] A decadência econômica e a nova oligarquia dos Estados Unidos são, portanto, mais resistentes ao ativismo social do que era (e é) o caso em relação a, digamos, discriminação contra as mulheres e poluição ambiental.

E, segundo, os problemas dos Estados Unidos vão além de um setor. Embora o setor financeiro inquestionavelmente tenha se tornado o mais poderoso e perigoso, ele não está só. O setor financeiro tem importantes aliados para boa parte de seu programa de desregulamentação, em particular nos setores de telecomunicações, energia, imprensa, cuidados de saúde e agronegócio industrial/alimentos, bem como vários milhares de famílias ultrarricas. Essas pessoas partilham com o setor financeiro o desejo de traduzir sua riqueza e sua coesão em poder político de modo a proteger a si mesmas, suas famílias, seus recursos pessoais e seus setores de concorrência, processos, regulamentação efetiva, governança corporativa adequada e impostos. Elas podem até mesmo contar com apoio substancial de pessoas que comandam negócios honestos, mas também se beneficiam de impostos menores e menos regulamentação.

Mas essa situação não é apenas injusta; é desastrosa em termos econômicos. O efeito menos discutido, mas talvez mais importante, da política baseada em dinheiro é que isso fez com que as políticas de governo protegessem setores incompetentes e/ou predatórios de reformas internas e disciplina competitiva. Esse problema vai bem além das finanças, e é fundamental para compreender não apenas a crise financeira, mas também a decadência econômica mais ampla dos Estados Unidos.

General Motors e Chrysler não foram à falência apenas por causa da crise financeira de 2008; foram à falência porque por décadas antes estiveram em decadência administrativa não contida. Eram comandadas por administradores incompetentes, preguiçosos, isolados e egoístas, sem interferência de seus conselhos de diretores despreocupados e das autoridades de combate aos trustes – e, de fato, com a frequente *ajuda* de políticas de governo dos Estados Unidos. Elas deveriam ter sido divididas ou obrigadas a reformar seus mecanismos administrativos há muito tempo. Mas não foram, e todos pagamos por isso – literalmente. O mesmo foi verdade antes para outros setores americanos, como aço e bens de consumo eletrônicos, que fracassaram de tal forma que em grande medida desapareceram da economia americana. Como logo veremos, o mesmo é verdade hoje para as telecomunicações. O oligopólio americano das telecomunicações está retardando avanços em infraestrutura de banda larga, uma situação de extremo perigo, considerando-se o papel que os serviços de internet têm hoje no desempenho econômico. Então, embora o setor financeiro seja a parcela mais obviamente perigosa da nova oligarquia dos Estados Unidos, não é a única a contribuir para a decadência americana.

No restante deste livro irei examinar primeiro as causas e depois as implicações da decadência político-econômica dos Estados Unidos. Então descreverei a emergência do duopólio político americano – o sistema pelo qual os partidos

Democrata e Republicano são hoje dominados pela nova oligarquia, e como os partidos lidam estrategicamente com essa situação. Estudarei as consequências dessa situação, incluindo o pessoal e as políticas do governo Obama. A seguir refletirei sobre os determinantes atuais e futuros da competitividade americana, usando como exemplos comunicações por banda larga, serviços de internet e equipamentos de tecnologia da informação. Por fim, irei oferecer algumas ideias sobre o que o futuro reserva, quais devem ser as metas de reforma mais fundamentais e se os Estados Unidos podem sair deste atoleiro.

Vou começar estudando os primórdios da decadência industrial americana nos anos 1970 e como os principais setores dos Estados Unidos reagiram a essa decadência. Diante de desafios crescentes, as elites empresariais encontraram uma saída fácil – uma que se transformou no maior problema do país.

Explicando a decadência: a desestabilização do sistema nacional americano desde os anos 1970

Por que nós vemos repetidamente a ascensão e queda cíclica de empresas, setores nacionais, países? O império britânico, a General Motors, U.S. Steel, Microsoft, os Estados Unidos… vemos o mesmo padrão várias vezes. Uma empresa ou um país de início pequeno concebe uma forma superior de se administrar; torna-se um enorme sucesso, derrotando todos os rivais; mas então, no auge de seu aparente poder, começa a desmoronar por dentro. Começa a escorregar. Torna-se preguiçoso, politizado, despreocupado, incompetente, corrupto; e por fim, após um período de decadência interna, desmorona sob o próprio peso ou se torna presa de algum novo concorrente agressivo.

Os Estados Unidos entraram agora em um declínio sistêmico desse tipo, e o surgimento da nova oligarquia

econômica e o sistema político baseado em dinheiro são ao mesmo tempo causa e sintoma disso. Como é típico nessas situações, o declínio dos sistemas político e econômico começou no auge do poder nacional americano. A política baseada em dinheiro não foi a causa inicial da decadência americana, mas o modo como os maiores setores dos Estados Unidos reagiram quando ameaçados. Revelou-se mais fácil e eficaz (eficaz para *eles*, não para o país) comprar pessoas do que realizar reformas internas reais e dolorosas.

A fonte inicial da decadência americana foi a despreocupação da indústria, permitida pela concentração e pelo domínio global do que constituía então o cerne da economia dos Estados Unidos (e do mundo). Em parte porque a Segunda Guerra Mundial havia devastado muitos concorrentes potenciais, a indústria americana não enfrentou concorrência séria, estrangeira ou doméstica, por um quarto de século depois da guerra. Durante esse período os maiores e mais importantes setores americanos se tornaram oligopólios despreocupados, engessados, altamente ineficientes ou, mesmo em alguns casos, monopólios. Também passaram a ter uma governança corporativa displicente e de baixa qualidade, e em alguns casos sindicatos que contribuíram para a rigidez sistêmica. Não estavam sintonizados com inovação ou ameaças de concorrência, doméstica ou estrangeira. Muitos altos administradores também resistiram de modo deliberado a inovações que teriam tornado suas habilidades obsoletas e reduzido seu poder e seu status interno.

Entre os setores exibindo esse padrão nos anos 1970 e 1980 estavam automóveis, aço, telecomunicações, computadores de grande porte, minicomputadores, fotocopiadoras, câmeras e filmes, semicondutores e bens de consumo eletrônicos. Juntos, eles compunham o núcleo da economia dos Estados Unidos. Eram responsáveis por uma grande parcela do PNB, e estavam entre os setores mais

ricos e poderosos nos Estados Unidos e no mundo. Dominavam os mercados americanos e com frequência mundiais, e eram ou monopólios regulamentados, oligopólios ou setores dominados por uma única empresa cujos concorrentes viviam à sua sombra.

Na indústria automobilística as Três Grandes (GM, Ford, Chrysler) dominavam o mercado dos Estados Unidos e tinham cerca de metade do mercado global total. Um oligopólio de meia dúzia de siderúrgicas integradas, lideradas pela U.S. Steel, dominava o mercado interno de aço. A IBM tinha cerca de dois terços do mercado global de computadores, com pequenos produtores de computadores de grande porte (os chamados “Sete anões”) e meia dúzia de fabricantes de minicomputadores ficando com a maior parte do resto. A AT&T era um monopólio regulamentado que controlava mais de 90% de todos os serviços telefônicos e de transmissão de dados do país. A Kodak dominava o setor de filmes e câmeras; a Xerox teve um claro monopólio da fotocópia por muitos anos.

As crescentes ineficiências desses setores também afetavam fornecedores e consumidores. A estagnação da indústria automobilística americana contribuiu significativamente para o declínio de fornecedores de autopeças e do setor de máquinas industriais. No final dos anos 1980 o Japão havia ultrapassado os Estados Unidos não apenas na indústria automobilística, mas também em máquinas industriais e robótica, bem como em sua utilização avançada em uma série de setores industriais. Da mesma forma a excelência japonesa na produção de semicondutores e telas de cristal líquido fortaleceu sua indústria de bens de capital de semicondutores.

Os maiores setores dos Estados Unidos sempre demonstraram influência política, mas no primeiro quarto de século depois da Segunda Guerra não a usaram de forma agressiva demais, porque não precisavam fazer isso. Eram naturalmente bem-sucedidos e lucrativos, com um domínio

quase preguiçoso dos seus mercados interno e externo. Como suas indústrias eram maduras, a entrada no mercado de pequenas empresas era na maior parte dos casos impossível em função de escala, necessidade de capital e efeitos sistêmicos. Em alguns casos, como telecomunicações, mídia e setores de serviços financeiros, a nova concorrência era legalmente limitada ou mesmo proibida. Em alguns poucos casos (AT&T, IBM), ações antitruste foram movidas para limitar o poder das empresas incumbentes. Mas na maioria das vezes a indústria americana e o governo federal deixaram uns aos outros em paz durante as três décadas seguintes à Segunda Guerra Mundial.

Mas com o tempo o oligopólio e a falta de concorrência levaram a despreocupação, que por sua vez levou a ineficiência. Nos anos 1980 essas ineficiências eram tão grandes que a produtividade e a relação entre preço de produto e desempenho oferecidas pelas empresas líderes dos principais setores nos Estados Unidos começaram a ficar para trás em relação às melhores práticas por margens enormes – duas ou mais vezes em produtividade para indústrias tradicionais e até uma ordem de grandeza na relação custo-benefício para produtos de alta tecnologia como computadores.

Uma das demonstrações mais chocantes disso se deu em Fremont, Califórnia. A General Motors abriu uma linha de montagem ali em 1962, depois a fechou por falta de lucratividade em 1982, em parte porque a força de trabalho sindicalizada era considerada intratável. Nessa época a ineficiência da GM era óbvia, e ela enfrentava forte concorrência dos japoneses. Sob enorme pressão política do governo americano, em 1984 a Toyota concordou em formar uma joint venture com a GM e reabrir a linha de Fremont sob administração da Toyota. O objetivo implícito, mas claro, era obrigar a Toyota a salvar a GM de si mesma ensinando-a a utilizar o sistema de produção “por demanda” ou “enxuto” da Toyota. O resultado foi uma chocante crítica à GM.

Usando a mesma força de trabalho sindicalizada que a GM descartara como sendo sem futuro, a Toyota rapidamente dobrou a produtividade e aumentou em muito a qualidade dos carros produzidos em Fremont. Mas a despeito das visitas organizadas pela Toyota para administradores da GM e da gravação em vídeo do funcionamento da fábrica, o aprendizado do resto da GM foi lento.

Esse não foi um caso isolado. Estudos cuidadosos realizados pelo MIT e por Harvard nos anos 1980 e 1990 demonstraram que as montadoras japonesas eram cerca de duas vezes mais produtivas que suas concorrentes americanas (e algumas europeias) em projeto *e* fabricação.[2] Foram encontrados resultados similares quando siderúrgicas americanas integradas foram comparadas com a indústria japonesa e com as novas "minissiderúrgicas" americanas. Resultados ainda mais fortes foram encontrados ao se comparar fabricantes americanos e japoneses na utilização de robôs e sistemas de produção computadorizados flexíveis (FMS, na sigla em inglês).[3]

No começo dos anos 1990 uma situação ainda mais impressionante tomou conta do setor de computadores nos Estados Unidos. A relação custo-benefício de computadores pessoais, estações de trabalho e servidores baseados em microprocessadores era de vinte a cinquenta vezes superior à dos computadores de grande porte e minicomputadores que eram o principal negócio da IBM, dos Sete Anões e da maioria dos fabricantes de minicomputadores. Mas no caso do setor de computadores os desafiantes com enorme superioridade eram predominantemente americanos. O setor americano de capital de risco e o Vale do Silício são ótimos em criar novas start-ups, e os custos de entrada para empresas baseadas nas novas tecnologias da informação são mais ou menos baixos. Nesses casos o sistema americano em grande medida corrigiu a si mesmo por intermédio do ingresso de start-ups domésticas. A IBM entrou em decadência e a maioria das outras empresas saiu do

negócio. Mas em seu lugar ficamos com Intel, Microsoft, Compaq, Dell e Apple. Entre as empresas da geração anterior apenas a IBM conseguiu se reformar, após mergulhar em uma crise profunda no começo dos anos 1990.

Mas a IBM foi uma exceção; a maioria dos gigantes decadentes dos Estados Unidos não conseguiu se reformar. E em setores mais amadurecidos, como automóveis, aço, máquinas industriais, filmes fotográficos e fotocopiadoras, a entrada de novatas era e é impraticável. Criar um novo concorrente exigiria um investimento gigantesco e demorado. E o sistema financeiro e industrial dos Estados Unidos, diferentemente daquele de Japão, Coreia do Sul e China, não é bom em criar novas empresas em setores maduros que exigem grandes investimentos iniciais de capital.

Em contraste, os japoneses (e depois os sul-coreanos e chineses) *financiaram* a entrada nesses setores. Isso porque o setor empresarial japonês era dominado por seis complexos financeiros-industriais diversificados e verticalmente integrados (*keiretsu*) que podiam criar novas empresas mesmo em setores maduros. A indústria japonesa também se lançou em licenciamento de tecnologia, cópia e roubo de propriedade intelectual em grande escala, com a ajuda da política industrial em vigor. A Coreia do Sul tinha um sistema semelhante (baseado no *chaebol*). Na China, o governo central, o Exército de Libertação Popular, governos provinciais e empresas estatais estão hoje desempenhando um papel similar em obtenção de tecnologia, financiamento de novas empresas no mercado interno e proteção do mercado interno da concorrência estrangeira descontrolada.

A capacidade comparativa de diferentes sistemas econômicos nacionais de gerar nova concorrência em grandes setores maduros é um tema que a ciência econômica em grande medida ignorou. Mas a incapacidade

do sistema nacional dos Estados Unidos de criar grandes novos competidores em setores maduros é extremamente importante, pois significa que os Estados Unidos se deparam com um conjunto de opções muito limitado quando grandes empresas e setores concentrados entram em decadência. Se a entrada de start-ups é factível, como na maioria dos mercados de TI e internet, a indústria americana se renova e permanece saudável. Mas se a entrada *não* é factível, então só há três possibilidades. São elas:

- O governo dos Estados Unidos age para restaurar a competição e/ou reforma a administração empresarial; por exemplo, com uma ação antitruste que fragmente as maiores empresas.
- Concorrentes estrangeiros assumem, com a perda resultante de bem-estar econômico para os Estados Unidos.
- Se nenhum concorrente estrangeiro aparecer, a indústria americana entra em decadência sozinha, impondo os custos de sua ineficiência à economia e à população americanas.

O resultado em geral tem sido alguma combinação da segunda e da terceira opções. Desde os anos 1970, caso após caso – GM, Chrysler, a maioria das empresas de grandes e minicomputadores, grandes fabricantes de aço, quase todo o setor de bens de consumo eletrônicos –, o fracasso em se ajustar acabou levando a crises dolorosas, enxugamentos, falências ou aquisições a preços de liquidação. Fossem os desafiantes estrangeiros ou domésticos, as empresas incumbentes em geral resistiram à mudança o máximo que puderam, com frequência por ação política, e como consequência sofreram ainda mais quando a realidade não pôde mais ser negada. Em muitos casos, incluindo automóveis, aço e telecomunicações, as empresas incumbentes conseguiram adiar a concorrência e a reforma

por tempo suficiente para impor grandes custos à economia americana. E agora temos de adicionar a esses custos o impressionante dano causado por poderosos setores predatórios – em especial o de serviços financeiros.

De fato, visto no contexto da decadência industrial americana mais ampla, o setor de serviços financeiros não é de todo excepcional. Embora muito do dano que causou fosse racional e amoralmente predatório, parte dele foi fruto do mesmo tipo de decadência administrativa que derrubou GM e Chrysler. Jimmy Cayne, Stan O'Neal, Chuck Prince, Richard Fuld – essas eram pessoas muito acima de seu nível salarial correto, mantidas ali por conselhos de administração ignorantes e preguiçosos, exatamente da mesma forma como as coisas aconteceram na GM, Chrysler, U.S. Steel, Kodak e IBM antes de 1993. A principal diferença é que as finanças podem ser *de fato perigosas*. Em contraste com o setor automobilístico, as pessoas nas finanças foram capazes não apenas de saquear suas empresas, mas também de colocar o sistema financeiro global de joelhos.

A ascensão de China, Índia e outros países asiáticos também teve outro efeito nos cálculos dos executivos industriais americanos, claro. Ela forneceu uma gigantesca força de trabalho de custo extremamente baixo para as empresas americanas. Isso significava que mesmo uma empresa americana administrada com muita eficiência (na verdade, talvez *em especial* uma empresa bem administrada) não precisava mais de, ou mesmo queria, operários americanos de alto custo para muitos empregos de baixa especialização, variando de serviço braçal em fábricas a pessoal de call center usado em serviços de rotina aos clientes. Terceirização e transferência para o exterior eram muito mais eficazes.

Isso significou que os Estados Unidos só poderiam permanecer saudáveis em termos econômicos e fornecer empregos de alta remuneração se melhorassem radicalmente a educação e as habilidades de sua população,

bem como seus atrativos como local para atividades de alta tecnologia. Na verdade aconteceu o oposto: o índice de evasão escolar no ensino médio está aumentando, e a infraestrutura americana, em particular a instalação de banda larga, está ficando ainda mais para trás em comparação com padrões mundiais. Como resultado, a indústria manufatureira nos Estados Unidos na prática quase desapareceu; é hoje responsável por 12% do PIB. A fabricação altamente especializada por encomenda (como de bens de capital) é dominada por Japão e Alemanha, enquanto a fabricação em massa com muita mão de obra é dominada por China, Vietnã, Bangladesh e outros países de salários baixos. Isso deixou um enorme número de trabalhadores americanos desempregado, a não ser em ocupações com salários mínimos no setor de serviços.

Mas como e por que se permitiu que isso acontecesse? É complicado, claro. Mas uma grande parte da resposta é que uma reação eficaz à decadência industrial doméstica e a concorrentes estrangeiros exigia grandes mudanças no governo americano, bem como na indústria. Exigia grandes melhorias no sistema de ensino, grande pressão para obrigar setores incompetentes a se reformar, instalação de infraestrutura avançada de banda larga e uma série de mudanças na regulamentação.

Mas essas medidas não tinham grupos de interesse concentrados, poderosos e bem financiados que fizessem lobby por elas. Não há nenhum setor rico e poderoso que tenha uma necessidade urgente e imediata de melhorar a educação e as capacidades da metade inferior da população americana. Por outro lado, havia muitas outras coisas que grupos poderosos e bem financiados *queriam*, e pelo que começaram a fazer pressão. Quando diante de decadência interna e concorrência externa, os executivos encarregados de grandes setores concentrados da economia americana começaram a usar dinheiro para conseguir o que queriam. Mas apenas o que *eles* queriam, *individualmente* – não

aquilo de que o país como um todo necessitava. De fato, o que era bom para os lucros de suas empresas era com frequência ruim para o país. Se o CEO e a alta administração eram preguiçosos, ultrapassados e incompetentes, eles queriam proteção contra políticas antitruste, contra a devida governança corporativa e a concorrência. Se a empresa e seu setor eram comandados por uma administração competente, porém predatória, então metas adicionais para o lobby podiam incluir a emasculação da supervisão governamental e da aplicação de leis do colarinho-branco.

E assim que tomaram esse caminho, os executivos de empresas americanas incompetentes descobriram que a corrupção era uma forma brilhantemente fácil e eficaz de impedir, ou pelo menos postergar, *seu* dia de punição. Depois, seus amigos altamente predadores nos serviços financeiros se deram conta de que as mesmas técnicas lhes permitiriam violentar todo o país, até mesmo todo o mundo. E o resto de nós está pagando por isso desde então.

A decadência econômica americana e a ascensão da política baseada em dinheiro

Vamos começar com um estudo de caso: infraestrutura de banda larga.

Como já foi observado, os Estados Unidos ficaram muito atrás de outros países em instalação de banda larga. O serviço de banda larga em grande parte da Ásia e mesmo em regiões da Europa é hoje muito superior aos serviços americanos em velocidade, custo e universalização. Para citar apenas um exemplo entre muitos, no começo de 2012, acesso à internet de 60 megabits por segundo estava disponível em Taiwan por 30 dólares ao mês, e em meados de 2012 a previsão era de que um serviço de 100 megabits por segundo estaria disponível pelo mesmo preço.[4] Japão,

Coreia do Sul, Cingapura e mesmo regiões da China continental têm hoje um serviço de banda larga muito melhor que a maior parte dos Estados Unidos. Os Estados Unidos, lar do Vale do Silício e inventores da internet, não têm acesso universal a banda larga, por cabo ou sem fio, e os serviços são lentos, nada confiáveis e caros. Essa situação já existe há mais de uma década, e o atraso em relação à Ásia e Escandinávia só está piorando.

Por quê?

A razão é que tanto o setor de telecomunicação tradicional quanto o de TV a cabo são poderosos oligopólios fechados, profundamente ameaçados pelos serviços de internet de alta velocidade. Eles veem particular perigo numa infraestrutura nacional de internet universal de alta velocidade combinando cabos e acesso Wi-Fi. Isso reduziria muito o custo de serviços de transmissão de dados; também permitiria telefonia universal barata pela internet e serviço de vídeo em streaming pela internet que tornariam totalmente obsoletos os serviços tradicionais de telefone, TV a cabo e televisão aberta. No caso de AT&T e Verizon, isso destruiria a maior parte de sua receita atual. No caso das empresas de TV a cabo, a infraestrutura avançada de internet também as ameaçaria por permitir nova competição em produção e distribuição de conteúdo em vídeo.

Embora exista alguma concorrência real entre AT&T, Verizon, o setor a cabo e concorrentes menores como Sprint e T-Mobile, ela é muito limitada. Depois da quebra do monopólio da AT&T nos anos 1980, surgiram cerca de doze grandes empresas de telecomunicações nos Estados Unidos. Agora há duas; em vez de competir umas com as outras, elas se fundiram. E estão tentando se concentrar ainda mais. Recentemente a AT&T tentou comprar a T-Mobile; a aquisição foi bloqueada pelo Departamento de Justiça, na primeira e única vez na última década em que o departamento impediu a concentração do setor, que ainda

prossegue. No final de 2011 a Verizon assinou um grande acordo com as três maiores empresas de cabo dos Estados Unidos, permitindo que vendessem os serviços umas das outras no mercado.[5]

A despeito de um progresso acelerado (50% a 100% ao ano) em tecnologias digitais (roteadores, cabos de fibra óptica, software, sistemas digitais sem fio), o setor ainda apresenta índices muito baixos de melhoria de sua relação custo-benefício. Os Estados Unidos agora estão atrás de Escandinávia, Japão e Coreia do Sul em uma relação de dez para um ou mais.

O motivo é dinheiro e política. Fazer lobby é a verdadeira grande competência do setor. Ele gasta mais com lobby, doações de campanha e outras atividades políticas do que em pesquisa e desenvolvimento. Por exemplo, as empresas incumbentes fizeram um lobby bem-sucedido por leis estaduais proibindo os municípios de instalar suas próprias redes de fibra óptica, e provavelmente são aqueles que mais usam "consultoria" de legislação antitruste de acadêmicos de economia.

Há uma década meu último projeto como pesquisador no Brookings foi escrever um livro sobre esse assunto. Como condição para publicar o livro, o Brookings censurou o original em exatamente um ponto: a passagem na qual eu citava os economistas acadêmicos que haviam dado consultoria a concessionárias de telecomunicações – que incluíam Robert Crandall, do próprio Brookings, bem como Laura Tyson, Peter Temin, Daniel Rubinfeld, Rich Gilbert, Jerry Hausman, Carl Shapiro e o Law and Economics Consulting Group.

Os laços políticos do setor são fantásticos. Laura Tyson não está apenas no conselho do Morgan Stanley; também está no conselho da AT&T. Em maio de 2011 Meredith Baker pediu demissão como um dos cinco membros da Comissão Federal de Comunicações para se tornar a principal lobista da NBC-Universal, quatro meses após votar pela aprovação

de sua fusão com a Comcast. O conselho da Verizon inclui um ex-contador-chefe da SEC, um ex-secretário de Transportes e um ex-secretário do Tesouro. E Bill Daley, que substituiu Rahm Emanuel como chefe de gabinete do governo Obama de 2011 a 2012, foi antes presidente da SDC, uma das empresas regionais Bell adquiridas pela AT&T. O quadro político é ainda mais agravado pelo fato de que o sindicato do setor, o Communications Workers of America, consistentemente se aliou às empresas incumbentes na oposição a ações antitruste e outras medidas para aumentar a concorrência e o progresso técnico.

Como resultado, o custo total de usar serviços de internet, smartphones, tablets e computadores pessoais nos Estados Unidos é determinado não por custos de equipamento ou programas, mas pelo preço alto dos serviços de transmissão de dados. As consequências econômicas dessa situação são enormes. Nas discussões de política econômica, praticamente todo o debate sobre "infraestrutura" se concentra em modernizar rodovias, aeroportos, pontes, sistemas de esgoto, energia elétrica e assemelhados. Essas coisas também são importantes. Mas o futuro bem-estar econômico dos Estados Unidos depende muito mais de infraestrutura competitiva de banda larga. Educação e tecnologia da internet são os principais motores do aumento de produtividade em economias avançadas. Serviços de banda larga melhores também poderiam desempenhar um grande papel em reduzir as emissões de gases do efeito estufa pelos Estados Unidos e a dependência de combustíveis fosseis por intermédio de trabalho a distância, videoconferências e sistemas inteligentes de administração de energia. Ademais, a utilização universal de banda larga seria um enorme projeto de construção física, um estímulo ideal para a economia americana neste estado frágil. E, finalmente, serviços competitivos de banda larga

são importantes tanto para a qualidade quanto para a disponibilidade do ensino a distância.

Em outras palavras, os Estados Unidos estão agora pagando um preço muito alto pela ascensão da política baseada em dinheiro. Ela não é apenas antiética, é economicamente desastrosa; e não apenas nos serviços financeiros.

Dinheiro, política e desempenho econômico

A partir do final dos anos 1970 os principais setores nos Estados Unidos descobriram, e começaram a explorar, uma fraqueza determinante no sistema nacional americano, que lhes permitiu escapar de ou pelo menos suavizar a disciplina competitiva. Dito de forma grosseira, eles descobriram que comprar pessoas era muito mais fácil do que fazer seu trabalho direito. Acabou que políticos, acadêmicos, autoridades de regulamentação, auditores e partidos políticos americanos eram altamente corruptíveis. Seus sistemas de gestão haviam sido projetados para uma era anterior, e não estavam equipados para resistir a grandes esforços com o objetivo de corrompê-los.

Então, a partir dos anos 1980, a alta administração dos decadentes quase monopólios dos Estados Unidos começou a, de forma cada vez mais agressiva, comprar seus conselhos de diretores, colocar ex-funcionários do governo nesses mesmos conselhos, contratar ex-políticos como lobistas, contribuir para campanhas eleitorais, contratar acadêmicos especialistas para testemunhar em processos por truste e assim por diante. Eles se fundiram uns com os outros, transferiram a produção para o exterior e cortaram salários e benefícios de seus funcionários. Buscaram e obtiveram o enfraquecimento da aplicação das leis antitruste, dispensa de controles ambientais, cortes de impostos, parâmetros contábeis favoráveis, proteção contra

concorrência externa por intermédio da exigência de conteúdo nacional. Por exemplo: a despeito do fato de que os ganhos empresariais nos Estados Unidos atingiram um recorde histórico de mais de 14% do PIB em 2011, o pagamento de impostos federais de pessoa jurídica chegou perto das baixas históricas, com menos de 1,5% do PIB.[6] As empresas americanas também resistiram a tentativas de fortalecimento da governança corporativa. Mantiveram baixos os salários do setor público, dessa forma aumentando sua capacidade de subverter as políticas por intermédio de contratações de servidores. Enfraqueceram regulamentações, aplicação e penas por violações, e praticamente eliminaram qualquer risco de processo penal.

E para conseguir tudo isso, desde o início desse processo há várias décadas, as maiores empresas, bancos e indivíduos ricos dos Estados Unidos enviaram dinheiro para a política americana de uma forma sem precedentes, primeiramente em rios, depois em inundações e agora em *oceanos*. O dinheiro entrava de várias formas: doações políticas; lobby; contratação pela porta giratória; algumas vezes suborno explícito; e, com frequência, acesso e conexões para muitos objetivos, de escolas particulares a empréstimos pessoais, passando por grandes festas e viagens em jatos particulares.

E o dinheiro com frequência é apartidário, bipartidário ou, para usar um termo recente, *pós*-partidário. Muitos indivíduos ricos hoje fazem doações simultâneas para os *dois* partidos, e para ocupantes de cargos, independentemente de seu partido. O Goldman Sachs tem uma política deliberada de manter números iguais de democratas e republicanos na alta administração, incluindo um de cada nos postos mais altos. Empresas escolhem lobistas e integrantes do conselho entre ex-funcionários de governo dos dois partidos em números mais ou menos iguais. Os democratas hoje recebem quase tanto dinheiro das empresas quanto os republicanos, embora alguns setores, como o do petróleo, ainda favoreçam muito os republicanos.

Eis alguns números.

Em 1974 os gastos totais de campanha por todos os candidatos ao Senado foram de 28,4 milhões de dólares. Em 2010, foram de 568 milhões. Para a Câmara, o gasto total de campanha em 1974 foi de 44 milhões; em 2010, de 929 milhões.[7] A presidência ficou ainda mais cara. Os gastos de campanha desde 1976 são apresentados na tabela 4 a seguir:

TABELA 4: **Gastos totais por candidatos à presidência** (não corrigidos pela inflação)

ANO	TOTAL (EM MILHÕES DE DÓLARES)
2008	1.324,7
2004	717,9
2000	343,1
1996	239,9
1992	192,2
1988	210,7
1984	103,6
1980	92,3
1976	66,9

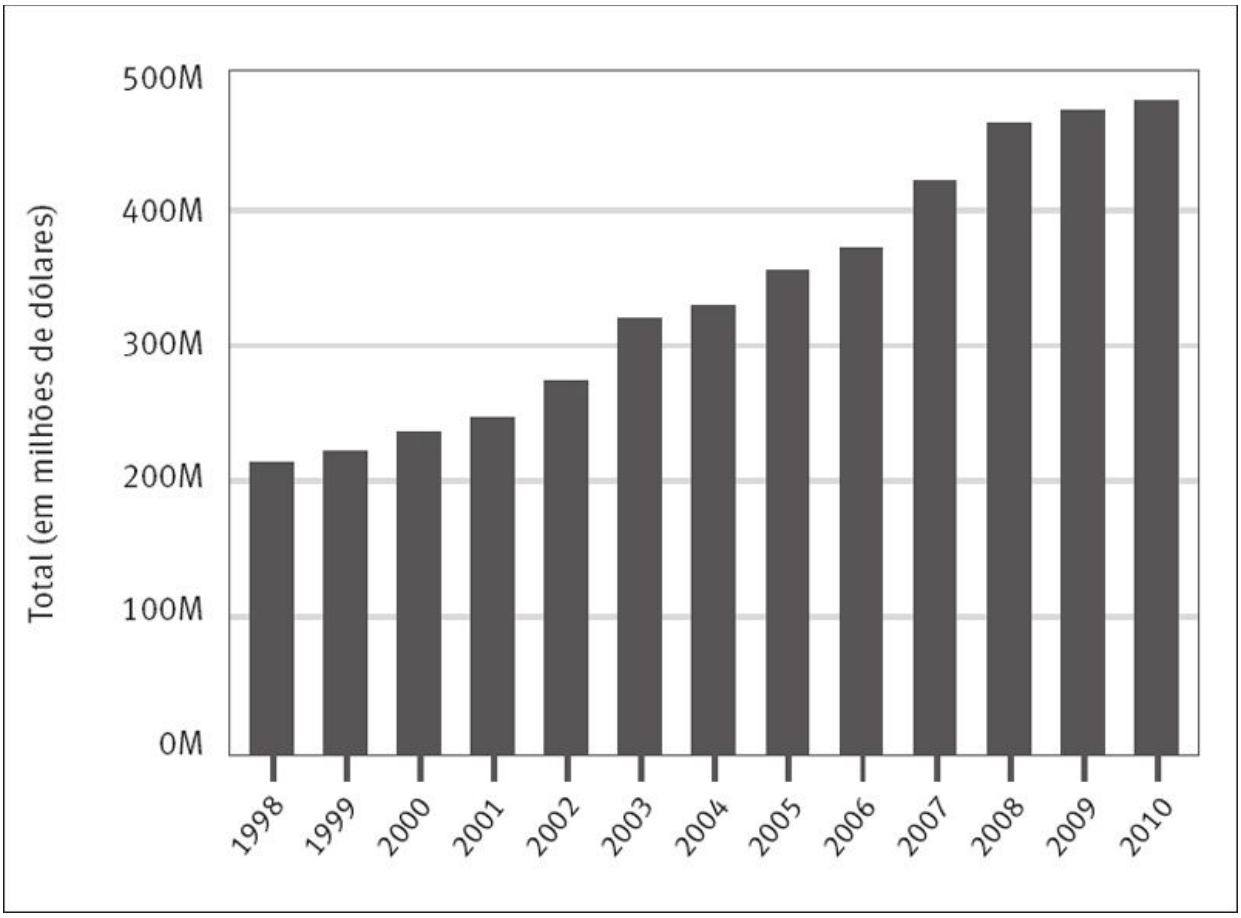
Fonte: OpenSecrets.org, http://www.opensecrets.org/pres08/totals.php?cycle=2008

Além disso, as fontes do dinheiro mudaram. A ascensão da política baseada em dinheiro coincidiu com o aumento da desigualdade de renda, e os dois se reforçaram mutuamente. As doações de campanha se tornaram muito concentradas. Em 2010, cerca de 1% de 1% da população americana – menos de 27 mil pessoas – foi responsável por 24% de todas as doações de campanha, totalizando 774 milhões de dólares.[8]

O aumento dos gastos de campanha está começando a produzir outro efeito perigoso: enfraquecer a vigilância da imprensa sobre a desonestidade política. Felizmente os Estados Unidos ainda têm uma imprensa livre muito robusta e independente. Mas o setor, em especial a televisão e a mídia impressa, tem estado sob pressão financeira crescente como resultado da transferência de público e anunciantes para a internet. Nesse período só houve um setor que continuou a aumentar bastante a publicidade na mídia tradicional: política. Em anos de eleição para a presidência os gastos publicitários combinados de campanhas federal, estadual e municipal, incluindo comitês políticos e os chamados supercomitês, provavelmente supera hoje os 5 bilhões de dólares. À medida que serviços financeiros e outros grandes setores se tornaram cada vez mais concentrados, o gasto publicitário de empresas isoladas também aumentou. O efeito somado de mais publicidade política e mais publicidade empresarial concentrada começou a produzir pressões sobre grandes publicações e noticiários.

O trabalho de lobby também cresceu da mesma forma. Eis as despesas de lobby dos setores de finanças, seguros e imóveis de 1998 a 2010:

Gastos anuais com lobby de finanças/seguros/imóveis



Fonte: OpenSecrets.org, http://www.opensecrets.org/lobby/indus.php?id=F&year=2011

As posições financeiras pessoais de políticos, funcionários do governo e autoridades de regulamentação também são importantes. Daí o crescimento espetacular dos gastos com lobby e das rendas ter uma utilidade muito real além do trabalho que os lobistas realizam. De fato, o maior efeito do lobby nas políticas públicas não é que os lobistas convençam alguém de algo. Ao contrário, seu principal impacto deriva de sua simples existência, significando que todos os altos funcionários públicos – sejam eles eleitos, nomeados ou concursados – agora sabem que caso se comportem bem, podem acabar com um emprego de lobista quando deixarem o governo. E se conseguem isso, quintuplicam de imediato seu salário simplesmente passando para o outro lado. Aqui o aumento na desigualdade de renda e na diferença entre

salários dos setores privado e público agravou ainda mais a corrupção política dos Estados Unidos. Em alguns países, como Cingapura, funcionários públicos seniores e funcionários de regulamentação recebem salários competitivos, algumas vezes superiores a 1 milhão de dólares por ano. Não nos Estados Unidos.

Eis algumas estatísticas dos salários de funcionários públicos e seus equivalentes na iniciativa privada.

O Departamento de Estatísticas do Trabalho compila informações sobre os salários médios do governo federal e da iniciativa privada para "funcionários nos setores de valores imobiliários, contratos de commodity e investimentos nos Estados Unidos (NIACS 523)". Em 1990 o funcionário federal médio nessas funções ganhava 32.473,00 dólares, enquanto o empregado médio da iniciativa privada ganhava 61.047,00; então, os empregados da iniciativa privada ganhavam 88% mais que os federais. Mas em 2010 o funcionário federal médio ganhava 45.462,00, enquanto o empregado médio da iniciativa privada recebia 196.339,00; então, os funcionários da iniciativa privada ganharam 331% mais que os federais. O mesmo foi verdade para outros altos funcionários federais, incluindo aqueles mais desejáveis como lobistas. Por exemplo: em 2010 o chefe de gabinete de um deputado ganhava em média menos de 140 mil dólares; o assessor parlamentar de um deputado ganhava menos de 90 mil. Para comparar ainda mais, em 2010 funcionários de gabinetes federais ganharam 199.700,00, e os presidentes da SEC, FTC e XFTC ganharam 165.300,00.[9]

Mas esses números, por piores que sejam, não dão de modo algum a verdadeira dimensão do problema. Os números da iniciativa privada incluem muitas pessoas em pequenas empresas locais de serviços financeiros, e não incluem lobistas. A remuneração média de todos os funcionários do Goldman Sachs, por exemplo, variou entre meros 433 mil em 2010 e o teto de 661 mil em 2007, quando ele ainda vendia lixo lastreado em hipotecas mas

também já havia começado a apostar contra ele. Altos executivos do Goldman ganhavam muitissimamente mais, e você pode estar certo de que o Goldman paga muito bem aos seus lobistas.

Portanto, no final, segundo parâmetros industriais, revelou-se chocantemente barato comprar políticas federais; e manter baixos os salários do setor público tornou ainda mais fácil comprar influência. Combinando doações de campanha, lobby, contratações de funcionários públicos e pagamentos a acadêmicos especialistas, é provável que todo o processo não custe mais de 20 bilhões de dólares por ano, talvez 1% dos lucros das empresas nos Estados Unidos. Por essa quantia banal, os setores mais incompetentes e predatórios dos Estados Unidos conseguiram obter favorável tratamento político e de regulamentação, reduzindo a necessidade de ser mais produtivos, honestos ou competitivos.

Nesse processo o setor financeiro primeiro virou um seguidor entusiasmado e depois, nos anos 1990, o *principal usuário* da estratégia política baseada em dinheiro. À medida que o setor financeiro ficou mais poderoso, concentrado e ativo em termos políticos, provavelmente se tornou o primeiro grande setor a usar lobby e política basicamente com objetivos ofensivos e predatórios, em vez de só defensivos.

Foi no governo Clinton que começou de verdade o trabalho duro dos serviços financeiros. Para ser justo, Clinton fez algumas coisas muito boas em política econômica. Interrompeu os gastos deficitários. Moveu a última grande ação antitruste nos Estados Unidos (contra a Microsoft, embora depois o governo Bush a tenha encerrado com um acordo banal). Ele também procurou abrir o setor de telecomunicações à concorrência real, incluindo os serviços de banda larga, por intermédio da grande barganha tentada com a Lei de Telecomunicações de 1996. E Clinton fez várias coisas muito produtivas para apoiar a

revolução da internet, incluindo legalizar os serviços comerciais e privatizar a estrutura de internet em 1994-95.

Contudo, o governo Clinton também pendeu decisivamente para os ricos e o setor financeiro, uma escolha fatal cujas consequências talvez o próprio Clinton não tenha compreendido à época. Então George W. Bush terminou o trabalho, neutralizando completamente os sistemas de regulamentação e aplicação da lei. E assim os Estados Unidos ganharam a bolha e depois a crise.

Mas então, em 2008, com o sistema financeiro global à beira do colapso, Barack Obama se apresentou durante a campanha à presidência como o reformador que iria colocar o setor financeiro sob controle e devolver a justiça aos Estados Unidos. Em vez disso ele nos ferrou.

O governo de Wall Street do sr. Obama

Barack Obama foi eleito com um mandato esmagador para mudanças, e a melhor oportunidade política para consegui-las desde a Depressão. Ele venceu por causa das declarações reformistas e idealistas de campanha e da mobilização popular sem precedentes que elas produziram. Seu partido conseguiu maioria esmagadora nas duas casas do Congresso, e ele tomou posse com um país em uma crise profunda, ainda à beira da catástrofe financeira e com o desemprego aumentando em 0,5% a cada *mês*. Os bancos ainda estavam com problemas desesperadores, e o governo federal tinha um enorme poder sobre eles. O governo federal era dono de grande parte da AIG, Citigroup e Bank of America; estava apoiando todos os outros com empréstimos do Troubled Asset Relief Program e do Federal Reserve; Goldman Sachs e Morgan Stanley haviam concordado em se tornar empresas controladoras de bancos, o que os deixava sujeitos às regras do Federal Reserve e FDIC. O primeiro mandato de Ben Bernanke como

presidente do conselho do Federal Reserve estava chegando ao fim, dando a Obama enorme influência sobre ele e a capacidade de substituí-lo caso não tivesse um bom desempenho. Se alguma vez houve uma chance de fazer algo em Washington foi essa. E ainda assim tivemos apenas outro presidente para os oligarcas.

O primeiro sinal perturbador foram suas escolhas de pessoal. Nem um único crítico ou defensor de reformas conseguiu um cargo – não Simon Johnson, Nouriel Roubini, Paul Krugman, Sheila Bair, Joseph Stiglitz, Jeffrey Sachs, Robert Gnaizda, Brooksley Born, o senador Carl Levin, nenhum deles.

Em vez disso tivemos Larry Summers, o homem por trás de praticamente todas as políticas desastrosas que criaram a crise, que acabara de ganhar 20 milhões de dólares de fundos de hedge e bancos de investimento, como diretor do Conselho Econômico Nacional. (Quando Summers deixou o cargo no começo de 2011 seu substituto foi Gene Sperling, que havia recebido um pagamento de 1 milhão de dólares do Goldman Sachs por consultoria para seu trabalho sem fins lucrativos.) Tim Geithner, que havia sido presidente do Federal Reserve de Nova York durante a bolha, foi colocado no comando do Tesouro. Geithner escolheu como chefe de gabinete um ex-lobista do Goldman Sachs, Mark Patterson. Um de seus conselheiros seniores era Lewis Sachs, antes supervisor do Tricadia, um dos fundos de hedge que ganharam bilhões ajudando os bancos a montar títulos de hipoteca com o objetivo de o Tricadia apostar contra eles. A escolha de Geithner para subsecretário de finanças internas foi Jeffrey Goldstein, um executivo de private equity. O vice-secretário assistente de Geithner para mercados de capitais e financiamento imobiliário (a pessoa mais diretamente responsável por limpar a bagunça imobiliária) foi Matthew Kabaker, um executivo da Blackstone, maior empresa de private equity dos Estados Unidos.

O novo presidente do Fed de Nova York foi William C. Dudley, que havia sido economista-chefe do Goldman Sachs durante a bolha e autor, juntamente com Glenn Hubbard, do ensaio que já abordei, proclamando o triunfo dos mercados financeiros e o papel dos derivativos em suavizar as recessões. E então, claro, Obama renomeou Ben Bernanke.

Quase todas as nomeações para funções de regulamentação seguiram esse padrão. Gary Gensler, um ex-executivo do Goldman que antes ajudara a arrancar a proibição de controle dos derivativos, tornou-se presidente da Commodity Futures Trading Commission, que controla derivativos. Mary Shapiro, que havia comandado a Financial Industry Regulatory Authority, o inútil e tímido órgão de autorregulamentação do setor de bancos de investimento, foi comandar a Security and Exchange Commission (após receber 9 milhões de dólares de indenização). Como novo diretor de fiscalização da SEC a sra. Shapiro escolheu Robert Khuzami, que havia sido (desde 2004) conselheiro-geral para as Américas do Deutsche Bank.

O sr. Khuzami foi uma escolha particularmente chocante, já que ele com certeza teve profundo envolvimento no processo de aprovação legal das muitas ações antiéticas da subsidiária americana do Deutsche Bank durante a bolha. O Deutsche Bank não tinha a mesma impiedade concentrada da alta administração do Goldman Sachs, mas também não era um escoteiro ingênuo. Tinha uma grande carteira de hipotecas com a qual teve algumas perdas, mas se protegia agressivamente, mantendo assim suas perdas abaixo de 5 bilhões. Greg Lippmann, chefe da mesa de negócios de CDO do Deutsche Bank, jogou a descoberto no mercado de hipotecas, ganhando 1,2 bilhão de dólares para o Deutsche. Lippmann também trabalhou com John Paulson e o Magnetar para criar negócios contra os quais pudessem apostar. (Como piada Lippmann deu a seus funcionários camisetas dizendo: “Estou vendido na sua casa.”) E como os outros bancos, o Deutsche Bank começou a descarregar seu

lixo nos ingênuos. De fato, o próprio Lippmann eventualmente continuou a vender CDOs para clientes do Deutsche, em alguns casos se referindo aos produtos como “bosta” e aos clientes como “otários”. Em uma mensagem por e-mail de junho de 2007 um diretor administrativo do Deutsche, Richard Kim, escreveu a Lippmann dizendo que o Deutsche iria colocar pedaços de CDOs não vendidos em um CDO squared e vendê-los como um “CDO para limpar balanço”.[10] O relatório Levin-Coburn divulgado em 2011 relaciona vários casos em que riscos de CDOs discutidos internamente não foram mencionados no material de oferta pública. O quanto o sr. Khuzami sabia? Não temos conhecimento disso, mas decerto nomear o sr. Khuzami deu um sinal muito ruim sobre o interesse do governo em processos. E, de fato, o histórico do sr. Khuzami tem sido uma deprimente confirmação desse sinal.

O mesmo foi verdade para o escolhido por Obama para comandar a divisão criminal do Departamento de Justiça, Lanny Breuer. Breuer havia sido um dos diretores da divisão de defesa e investigação de colarinho-branco do Covington & Burling, um escritório de advocacia que também se envolvia profundamente com lobby empresarial. (Entre 2001 e 2007 o procurador-geral Eric Holder também trabalhou na Covington & Burling.) Quando Breuer e Holder eram sócios do escritório, tiveram como clientes, entre outros, Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase e Freddie Mac. O escritório também se envolveu na criação do Mers, um consórcio do setor bancário que está sendo processado pelo estado de Nova York por relação com abusos na retomada de imóveis.[11] Entre outros clientes do Covington estiveram executivos de Halliburton, Philip Morris, Blackwater e Enron; Breuer representou ele mesmo a agência de classificação Moody’s no caso da Enron, e também a Halliburton. Breuer e Holder se recusaram a informar se foram obrigados a se abster de qualquer investigação de crime financeiro. Num exemplo mais

recente, o Covington & Burling representou muitas pessoas e empresas envolvidas na crise financeira, incluindo a Indymac, um escritório de contabilidade não identificado, mas entre os Quatro Grandes, o Sterling Financial/PNC e outros; também fez lobby na SEC em prol de um conjunto de empresas financeiras para enfraquecer a regra Volcker.[12]

O subchefe de gabinete de Eric Holder, John Garland, e o chefe de gabinete de Lanny Breuer, Steve Fagell, também saíram do Covington & Burling, e ambos retornaram para trabalhar na defesa em casos de colarinho-branco e em questões de regulamentação. No Departamento de Justiça, Fagell havia sido encarregado da força-tarefa de fraude financeira do órgão. Após retornar ao Covington ele começou a "representar" (não a "fazer lobby para", que seria ilegal, considerando quão pouco tempo antes o sr. Fagell deixara o governo) um consórcio de empresas financeiras em seus esforços para convencer a SEC a enfraquecer as cláusulas sobre informantes da lei Dodd-Frank. O sr. Fagell também "representa" vários outros bancos e executivos financeiros em várias disputas legais, sobre regulamentação e políticas públicas.

Mesmo os altos postos da política externa e da segurança nacional do governo Obama foram ocupados por banqueiros, incluindo vários que haviam tido grande envolvimento, e lucro, com a bolha financeira. Michael Froman, escolhido para comandar a política econômica no Conselho de Segurança Nacional, foi executivo do Citigroup Alternative Investiments, uma unidade que se envolveu profundamente na crise financeira e depois perdeu bilhões de dólares. Froman começou a trabalhar na equipe de transição de Obama enquanto ainda era funcionário do Citigroup, que lhe deu seu último bônus após a nomeação ter sido anunciada em janeiro de 2009. Pressionado pela imprensa, Froman doou esse bônus para caridade. Mas Froman ainda assim ganhou mais de 7 milhões de dólares no Citigroup. Jacob Lew, que havia sido CEO da mesma unidade

do Citigroup, tornou-se subsecretário de Estado e depois, em 2010, foi escolhido por Obama para comandar o Escritório de Administração e Orçamento. Em 2012 ele se tornou chefe de gabinete de Obama quando Bill Daley pediu demissão.

O novo subsecretário de Estado para administração e recursos foi Thomas Nides, trazido do Morgan Stanley, onde havia sido diretor administrativo. Eu o conheci lá, apresentado por Laura Tyson após nossa última conversa. Ah, sim, disse, ele conhecia Laura do governo Clinton; ele também participara daquele governo, “antes de me vender”. Sim, ele realmente me disse isso.

O subsecretário de Estado para assuntos econômicos de Obama – ou de Hillary Clinton – foi Robert Hormats, antes vice-presidente do Goldman Sachs International. Richard Holbrooke, o enviado especial do Departamento de Estado ao Afeganistão e Paquistão até sua morte em 2010, havia integrado o conselho de diretores da AIG e da AIG Financial Products. Tom Donilon, principal lobista da Fannie Mae entre 1999 e 2005, se tornou vice-conselheiro de Segurança Nacional em 2009 e depois, no final de 2010, conselheiro de Segurança Nacional. O fluxo na direção oposta começou pouco depois; Peter Orszag, primeiro diretor do Escritório de Administração e Orçamento de Obama, pediu demissão em 2010 para se tornar vice-presidente do conselho do Citigroup.

Os medos de imediato despertados por esse padrão de nomeações se mostraram justificados. Desde o início Obama se opôs a reformas sérias da governança corporativa, a dividir os maiores bancos ou eliminar lacunas legais. Ainda não é propriamente ilegal, por exemplo, criar e vender um título com o objetivo de apostar no seu fracasso. Obama também se opôs a esforços para reformar ou controlar a remuneração do setor financeiro – mesmo para empresas dependentes de ajuda federal, como quase todas eram logo após a crise. Houve um longo período de completa inação,

seguido por uma lei de reforma ridiculamente complicada (Dodd-Frank). Não houve quase nenhuma ação significativa sobre a crise da retomada de imóveis, e a Casa Branca teve um papel pequeno, ou mesmo nenhum papel, nas investigações realizadas pelo Subcomitê Permanente de Investigações do Senado ou da Comissão de Inquérito da Crise Financeira (FCIC). Na verdade, o governo deliberou manter o orçamento da FCIC em apenas 6 milhões de dólares, limitou muito seu poder de intimar e programou a divulgação de seu relatório apenas para depois das eleições parlamentares de 2010.

Ainda mais revelador, logo ficou dolorosamente óbvia a total falta de interesse do novo Departamento de Justiça em processar bancos e banqueiros. Crimes financeiros e de colarinho-branco tiveram pouca prioridade, e o governo decidiu não nomear um promotor especial ou criar uma força-tarefa para investigar e processar grandes crimes relacionados à bolha e à crise. As investigações contra Countrywide, Angelo Mozilo, AIG, Joseph Cassano e outros foram abandonadas. Os poucos casos de crimes financeiros levados adiante, como aqueles envolvendo o acerto de ofertas de leilão pelo Wachovia e lavagem de dinheiro, foram encerrados com acordos de suspensão de processos e multas. Em consequência, no começo de 2012 ainda não havia um único caso de processo penal referente à crise, de empresa ou alto executivo financeiro, pelo governo Obama – literalmente zero.

A SEC só produziu um punhado de ações cíveis, terminando em multas em sua maioria banais, sem que empresas ou indivíduos fossem obrigados a admitir qualquer malfeitoria. Em nenhum caso qualquer executivo teve de pagar mais que uma parcela mínima de seu patrimônio ou seus ganhos com a bolha.

De fato, quando alguns corajosos procuradores-gerais estaduais, em particular Eric Schneiderman, de Nova York, tentaram ser minimamente duros com os bancos em 2011

(em vários casos cíveis), o governo Obama os pressionou a parar. Altos funcionários do governo e seus representantes, entre eles o secretário de Habitação e Desenvolvimento Urbano, telefonaram diretamente para Schneiderman dizendo que ele deveria aceitar o delicado acordo preferido pelo governo, cujos termos incluíam abrir mão de qualquer direito futuro de processar os bancos por fraude.

Mas então vieram o movimento Occupy Wall Street, o programa *60 Minutes* em duas partes em dezembro de 2011 sobre a inexistência de processos penais e, acima de tudo, o ano eleitoral de 2012. Então, de repente, quatro anos depois da crise, em seu discurso de janeiro de 2012 sobre o Estado da União, o presidente Obama decidiu anunciar a criação de uma força-tarefa federal-estadual para crimes financeiros, tendo o procurador-geral do estado de Nova York Eric Schneiderman como um de seus diretores. O outro diretor, porém, é Lanny Breuer, o mesmo diretor da divisão criminal que não abrira nenhum processo em quatro anos. A força-tarefa recebeu dez (sim, dez) agentes do FBI, e quando totalmente montada terá o grandioso total de 55 funcionários.

Pouco depois vimos os resultados políticos previsíveis. Três corretores do Credit Suisse foram presos por uma fraude banal supostamente cometida em 2007, que teve como vítima o próprio Credit Suisse em vez de investidores ou donos de imóveis. Depois os casos estaduais de retomadas de imóveis foram encerrados com indenização de 26 bilhões de dólares. Menos de 1 milhão de pessoas que perderam suas casas receberão cheques no valor médio de 2 mil dólares cada. Outro milhão terá algum alívio nas hipotecas. Mais de 20 milhões de outros cujas hipotecas custam mais que o valor do imóvel, ou que tiveram suas casas retomadas, não receberão nada. Quando este livro estava sendo escrito ainda não tinha havido prisões ou indiciamentos de grandes empresas ou altos executivos por

causar a bolha, a crise ou pelos posteriores abusos de retomada de imóveis.

Obama foi igualmente inerte em relação à remuneração financeira, nos planos empresarial ou individual, mesmo com governos estrangeiros agindo. Em 2009 a Grã-Bretanha criou um imposto de 50% sobre bônus dos bancos. Depois, em setembro de 2009, Christine Lagarde (então ministra das Finanças da França) e seis outros ministros das Finanças europeus publicaram uma carta conjunta no *Financial Times* pedindo que os países do G20 implantassem medidas fortes para controlar a remuneração financeira, argumentando que "a cultura do bônus tem de acabar". A maioria dos países do G20 de fato adota controles de remuneração, incluindo confisco obrigatório de bônus quando há perdas posteriores. O governo Obama não comentou. Mais tarde, em 2010, o Federal Reserve e a SEC criaram regras, mas foram demasiado débeis, e muito pouco mudou.

Em contraste, em 2012 esses confiscos estavam efetivamente implantados na Europa, obrigando altos executivos de Barclays, Lloyds e vários outros bancos europeus a devolver milhões de dólares cada, em pagamentos anteriores de bônus.

Até o momento não houve confiscos de bônus de executivos por autoridades nos Estados Unidos. Nos planos empresarial e setorial os mesmos grandes conflitos de interesse continuam entranhados no sistema financeiro. Empresas de contabilidade que fazem auditorias ainda são remuneradas pelas empresas que supostamente deveriam auditar. Agências de classificação ainda são remuneradas pelos emissores de títulos. Corretores, executivos e membros de conselhos de diretores ainda recebem grandes quantias em dinheiro referentes às ações.

Em síntese, as políticas do governo Obama em relação ao setor financeiro são quase indistinguíveis daquelas de seus

antecessores, independentemente de partido político. O que aconteceu?

Para começar, o Partido Democrata mudou – não tanto sua base popular, mas suas fontes de financiamento. Durante a maior parte do século XX, e sem dúvida desde a Depressão até os anos 1970, era certo que o Democrata era o partido dos sindicatos, das famílias trabalhadoras e dos pobres, enquanto o Republicano era o partido das empresas. Essa divisão foi radicalizada muitas vezes durante a Grande Depressão, mas resistiu por décadas depois. Ficou clara em 1962, no confronto de John F. Kennedy com o setor do aço, cujas grandes empresas costumavam agir como um cartel. O governo Kennedy havia negociado um acordo de trabalho com os sindicatos metalúrgicos e ficou chocado quando as empresas imediatamente aumentaram juntas os preços do aço, embora o acordo de Kennedy tivesse mantido baixo o custo dos salários. Kennedy convocou uma breve e dura entrevista coletiva que obrigou as empresas a recuar. O ponto alto arrancou aplausos dos repórteres:

> Algumas corporações gigantescas decidiram aumentar os preços do aço em completo desrespeito ao interesse público. Há algum tempo eu pedi que cada americano se perguntasse o que poderia fazer pelo seu país. Hoje a Grande Siderurgia deu sua resposta.

Mas aquele era o Partido Democrata de *seus pais*. No *novo* Partido Democrata, quando o presidente Obama oferece um jantar oficial na Casa Branca em janeiro de 2011 para Hu Jintao, presidente da China, ele convida Lloyd Blankfein e Jamie Dimon.[13] De fato, o sr. Blankfein visitou a Casa Branca dez vezes até o começo de 2011, várias dessas visitas durante o período em que sua empresa era acusada de fraude pela SEC.

A subordinação dos democratas à pauta da oligarquia financeira ficou clara pela primeira vez durante o governo Clinton, cujas políticas, como vimos, foram muito mais favoráveis aos ricos e ao setor de serviços financeiros do que

as de qualquer governo democrata do último século. Que o controle da oligarquia tenha se tornado ainda maior durante o governo Bush é evidente.

Mas o que talvez seja mais revelador é que Obama seguiu os passos de Bush, embora tivesse tido uma oportunidade sem precedentes para mudar de rumo. Como explicar isso?

O duopólio político dos Estados Unidos

Os Estados Unidos experimentaram um profundo realinhamento de sua política na última geração, motivado por uma combinação de globalização, decadência econômica e a ascendência do uso do dinheiro para moldar a política americana e as políticas de governo. O cerne desse realinhamento é que os dois partidos políticos hoje disputam dinheiro, ao mesmo tempo que conspiram para esconder o fato. Eles fornecem a aparência e com frequência a realidade de um feroz conflito partidário sobre questões sociais e de "valores", enquanto nas questões que realmente preocupam o setor financeiro e a oligarquia econômica dos Estados Unidos suas ações são quase idênticas. Em síntese, temos um *duopólio político* – um cartel formado pelos dois partidos que, entre si, controlam toda a política americana.

À primeira vista a sugestão de que os dois partidos conspiram e estão sob a influência de uma única oligarquia parece absurda. Há estados vermelhos e estados azuis; os dois partidos são violentamente polarizados. E há um conflito político real nos Estados Unidos, em especial quanto às questões sociais que interessam às bases dos dois partidos – aborto, casamento gay, educação sexual × religião nas escolas, criacionismo e evolução, garantia-de-seguro-saúde-como-socialismo, impostos-e-governo-como-agentes-do-mal, controle de armas, bem-estar social, política para as drogas, imigração, política ambiental, a realidade do aquecimento global. Essas são questões muito reais e muito

importantes; e quanto a esses temas cada partido político pode dizer com credibilidade à sua base que a derrota significaria perdas reais e dolorosas.

Mas é exatamente isso. É uma estratégia brilhante. Esses conflitos sociais e sobre "valores" servem à perfeição para dividir e distrair pessoas que deveriam estar, e talvez de outro modo *estivessem*, perigosamente unidas na sensação de que têm sido violentadas por seus CEOs, seus banqueiros, seus líderes eleitos e pelo establishment político. Assim, cada partido pode continuar a receber o apoio de má vontade de pessoas que temem, caso o outro lado vença, perder algo importante, o que deixa os dois partidos livres para conspirar na coisa mais importante para ambos – dinheiro.

Claro que nem todos gostam desse novo arranjo. Mesmo pessoas muito ricas e alguns grandes setores estão perturbados com o, e são mesmo diretamente prejudicados pelo, mergulho nos Estados Unidos em corrupção política, instabilidade financeira e decadência econômica. A área da tecnologia da informação, tanto as novatas do Vale do Silício quanto as grandes empresas, é um exemplo, e decididamente ela não está só; muitos setores sofreram em consequência da crise, e continuam a sofrer. Mas em sua maioria mesmo essas pessoas e esses grupos não ousam resistir ou acham que não é do seu interesse fazer isso. Os ricos, e as empresas que eles possuem e comandam, dependem de acesso ao sistema financeiro particular cada vez mais distinto operado para os ricos pelos grandes bancos, fundos de hedge e empresas de private equity. Operações como private banking, administração de fortunas, planejamento de transferência de imóveis e bens, redução de impostos, fusões e aquisições, ofertas públicas iniciais e lançamento de títulos são hoje dominadas por um pequeno número de grandes empresas financeiras. Além disso, em certos casos, como os impostos de pessoa física, os interesses dos altos executivos de todos os setores estão

alinhados com aqueles do setor financeiro. E indivíduos bem-sucedidos conscientes não são um setor concentrado e naturalmente unido, ao passo que as finanças e os ultrarricos *são*, então não há uma disputa de verdade.

Consequentemente, a decisão racional é se ajustar, em vez de tentar reformar o sistema. Isso é particularmente verdadeiro para a alta tecnologia, o único outro setor cuja riqueza e cujo poder teriam como rivalizar com os do setor financeiro.

Consideremos, por exemplo, os interesses políticos e de pressão da Apple, uma empresa considerada com toda razão uma prova impressionante da alta tecnologia americana. A Apple não se envolve com fabricação; seus fornecedores industriais são empresas taiwanesas com sede em Taiwan, mas com a maior parte de suas operações e funcionários na China. (Pelo menos a Apple ainda *projeta* seus próprios produtos; muitas empresas americanas de eletrônicos não fazem mais isso.) Essas empresas, por sua vez, usam engenheiros e gerentes taiwaneses, trabalho braçal sobretudo chinês (suas fábricas são na China) e uma combinação de bens de capital japoneses, alemães, taiwaneses e chineses.

Para a Apple e outras como ela, essa decisão de terceirizar é absolutamente racional; mas suas implicações econômicas e políticas são imensas. A Apple tem cerca de 70 mil funcionários em todo o mundo. Apenas uma das fornecedoras industriais taiwanesas-chinesas da Apple, a Foxconn, tem 1,3 *milhão* de funcionários. Embora talvez três quartos deles sejam operários relativamente pouco especializados, várias centenas de milhares são engenheiros, administradores, contadores e outros profissionais. E mais: o grau de tecnologia das operações da Foxconn (e da indústria chinesa em geral) está aumentando com rapidez. Em 2011 a Foxconn anunciou que em função de carência de mão de obra e aumento da demanda, estava comprando 300 mil *robôs* para suas fábricas chinesas. O

processo de selecionar, instalar, programar e manter esses robôs exigirá um grande número de funcionários altamente preparados, quase nenhum deles americano.

As decisões da Apple nesse setor já não são motivadas apenas pelo custo da mão de obra. A infraestrutura e as habilidades para fabricar seus produtos não existem mais nos Estados Unidos. As faculdades americanas já não produzem um número suficiente de pessoas com capacidade para que tais instalações de produção sejam projetadas, construídas e operadas nos Estados Unidos. Mas a Apple não precisa que seus produtos sejam fabricados no país; na verdade, sua utilização da produção chinesa é fundamental para ter pleno acesso ao mercado chinês. E a Apple, como outras empresas de alta tecnologia dos Estados Unidos, hoje depende muito menos do mercado americano do que antes. Em 2011 menos de 40% de sua receita, e menos de 20% de seu crescimento, vieram da América do Norte.

Então, Apple, Hewlett-Packard e Dell não irão declarar guerra a Wall Street pelo futuro da mão de obra americana. De fato, algumas empresas de alta tecnologia partilham do interesse do setor financeiro em eliminar regulamentação e aplicação da legislação antitruste. Todos gostam de menos impostos sobre pessoa jurídica. O Google detém hoje mais de 60% do mercado americano de buscas na internet, e essa parcela está aumentando, portanto eles também não se empolgam muito com políticas antitruste. De modo que o setor de alta tecnologia pode nem sempre ter o mesmo comportamento do setor financeiro, mas não irá à guerra contra ele. Da mesma forma, o setor de tecnologia não irá à guerra por serviço de banda larga universal de alta velocidade ou ensino público.

O novo sistema político americano movido pelo dinheiro também tem fortes características de fortalecimento próprio. Quanto mais rico, concentrado e poderoso se torna o setor financeiro, e quanto mais ricas as famílias, mais eles afetam a política a seu favor; quanto mais a política pende a

seu favor, mais ricos e poderosos eles se tornam. Da mesma forma, o sistema dificulta a criação de desafios realmente efetivos de terceira via ou insurgências dentro dos dois grandes partidos. O sistema de colégio eleitoral nas eleições presidenciais dificulta que um terceiro partido se torne decisivo na disputa pela presidência. E os Estados Unidos não têm um sistema parlamentarista que pudesse fazer com que o apoio de um terceiro partido fosse fundamental para a escolha de um líder. Da mesma forma, muito poucas cidades ou estados americanos têm votação em lista, o que impediria que votos em um terceiro partido fossem desperdiçados. Ao longo do último quarto de século, a criação de distritos eleitorais (estabelecendo seus limites para controlar o resultado de votações) produziu uma "segurança" crescente de distritos no Congresso, com parlamentares incumbentes raramente perdendo suas vagas. E, como me disse recentemente um grande arrecadador de recursos para o Partido Democrata, a única coisa em que os dois partidos sempre irão concordar é que terceiras opções são indesejáveis.

Ainda há *algumas* diferenças entre os dois partidos. O Democrata ainda é mais progressista que o Republicano em termos de oportunidades econômicas *individuais*, educação, impostos de pessoas físicas, seguridade social, política ambiental e legislação de segurança. E, por enquanto, não acreditar em evolução, vacinas e mudança climática continua a ser uma aberração exclusivamente republicana. Mas a margem de diferença entre os dois partidos, pelo menos em tópicos econômicos importantes para empresas e finanças, em oposição a indivíduos, diminuiu acentuadamente. À medida que o poder do setor financeiro e dos ricos aumentou, todo o espectro político se inclinou para os ricos nas questões econômicas, e os democratas se inclinaram junto.

E assim, os americanos estão atolados. Hoje há pouca diferença nas posições dos partidos sobre regulamentação

de Wall Street ou outros setores concentrados e regulamentados (telecomunicações, energia, a mídia), ou o papel do dinheiro na política, incluindo a porta giratória das contratações. Os Estados Unidos estão cada vez mais nas mãos de um duopólio político egoísta cujas políticas são contrárias ao progresso econômico e à justiça.

O fracasso de Obama em agir foi atribuído à sua inexperiência, seu desconhecimento de finanças e administração, e a uma tendência pessoal a evitar conflitos (ou, sendo grosseiro, à sua covardia). Alguns, incluindo meu colega Charles Morris, também acham que o sistema político hoje é tão travado e disfuncional que mudanças políticas transformadoras não são mais possíveis, portanto Obama não teria mesmo podido fazer nada ainda que tentasse. Se isso for verdade, então estamos *realmente* ferrados. Mas se alguém tinha uma chance era Barack Obama em 2009, e ele *não* tentou. Isso teria, evidentemente, demandado coragem pessoal, e a luta teria sido dura – Wall Street não iria desistir assim tão fácil. A lógica e as estruturas de incentivos do duopólio político dos Estados Unidos são tais que ao escolher o caminho da menor resistência Obama decerto estava agindo segundo seu interesse pessoal racional, e no de seu partido. Mas quaisquer que sejam as motivações pessoais de Obama, os Estados Unidos (e de fato o mundo inteiro) pagarão caro por seu fracasso por muito tempo.

Vamos agora nos voltar para a dor que os Estados Unidos sentem sob este regime.

Desigualdade, estagnação e a redução das oportunidades americanas

Tanto em conversas pessoais quanto nas estatísticas, noto uma mudança nos jovens dos Estados Unidos, que cada vez mais demonstram uma disseminada desconfiança da política (particularmente após Obama ter se revelado mais do

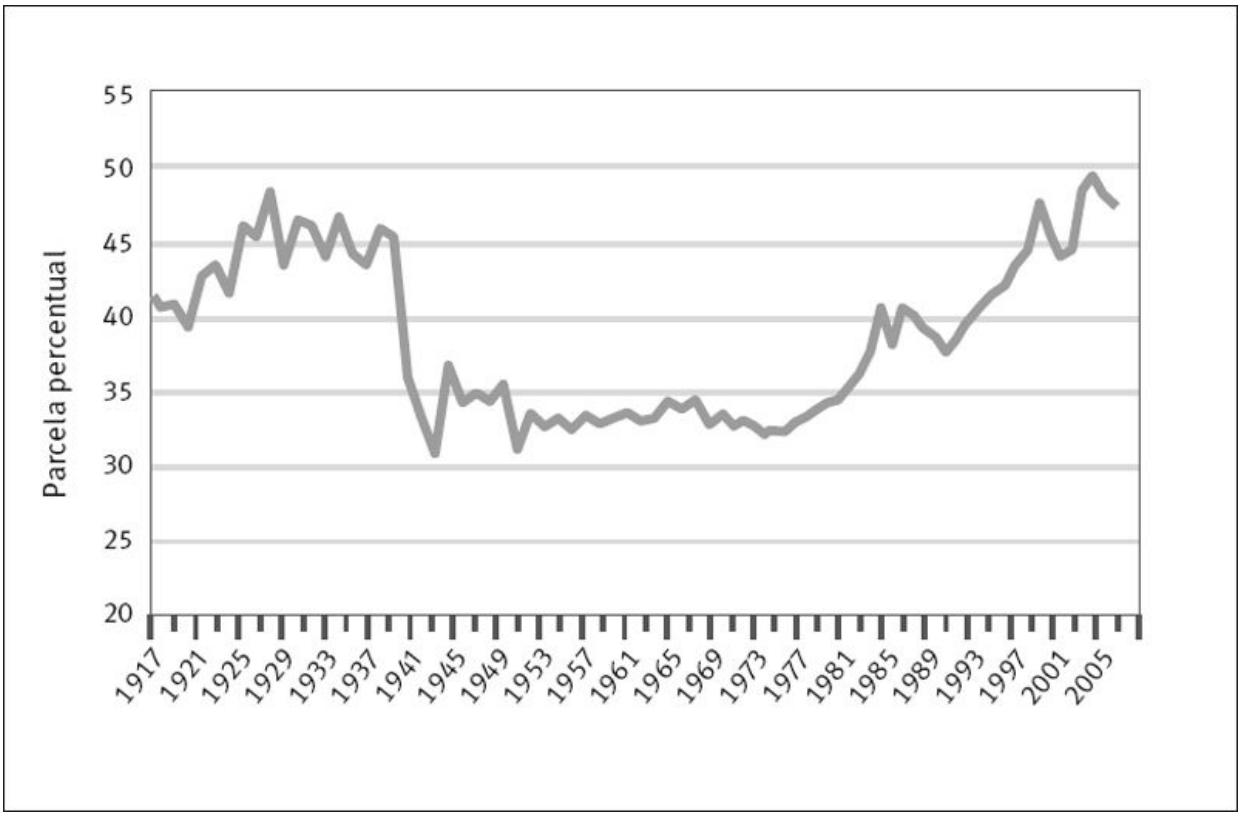
mesmo) e também, a não ser que estejam entre os cerca de 5% no alto da pirâmide, um fatalismo sobre suas perspectivas profissionais pessoais. A visão geral deles é: se você tem pais ricos, uma formação em ciências da computação ou um MBA, tudo bem; do contrário, não está tudo bem, e se você quer mudar isso e ganhar algum dinheiro fará melhor se esforçando muito para agradar o chefe. Fora do Vale do Silício e de Wall Street, os Estados Unidos de possibilidades, abertura, progresso e oportunidade parecem cada vez mais distantes. A maioria dos americanos mais velhos, por outro lado, ainda parece não se dar conta de como sua sociedade se tornou injusta na última geração, a não ser que tenham se tornado eles mesmos vítimas dela.

Começando pelos números. Desde 1980 tem havido uma transferência pronunciada de renda sujeita a impostos para os 10% mais ricos. Como ilustra o primeiro gráfico a seguir, sua parcela de toda a renda registrada, incluindo ganhos de capital, passou de um pouco mais de um terço em 1980 para quase metade (49,7%) em 2007. A parcela da renda apropriada pelos 10% mais no alto em 2007 é a maior já registrada, pouco acima dos 49,3% recolhidos pelos 10% mais no alto em 1928, um ano antes de os Estados Unidos mergulharem na Grande Depressão.

Contudo, ainda mais marcante é o aumento da desigualdade *entre* os 10% superiores, como mostra o segundo gráfico. Desde 1980 os 10% mais no alto aumentaram sua parcela da renda em cerca de 50%. Mas a parcela do 1% de contribuintes no topo mais que dobrou, de 10% da renda total em 1980 para mais de 20% em 2010. E o que é de fato perturbador é que em 2007 o centésimo mais alto do *1% no topo*, menos de 25 mil famílias, ficou com mais de 6% de toda a renda nacional – quase 1 trilhão de dólares. Essa percentagem era consideravelmente mais alta que o recorde anterior, também estabelecido em 1928. Essa chocante disparidade de parcela dos ganhos dos 10% mais

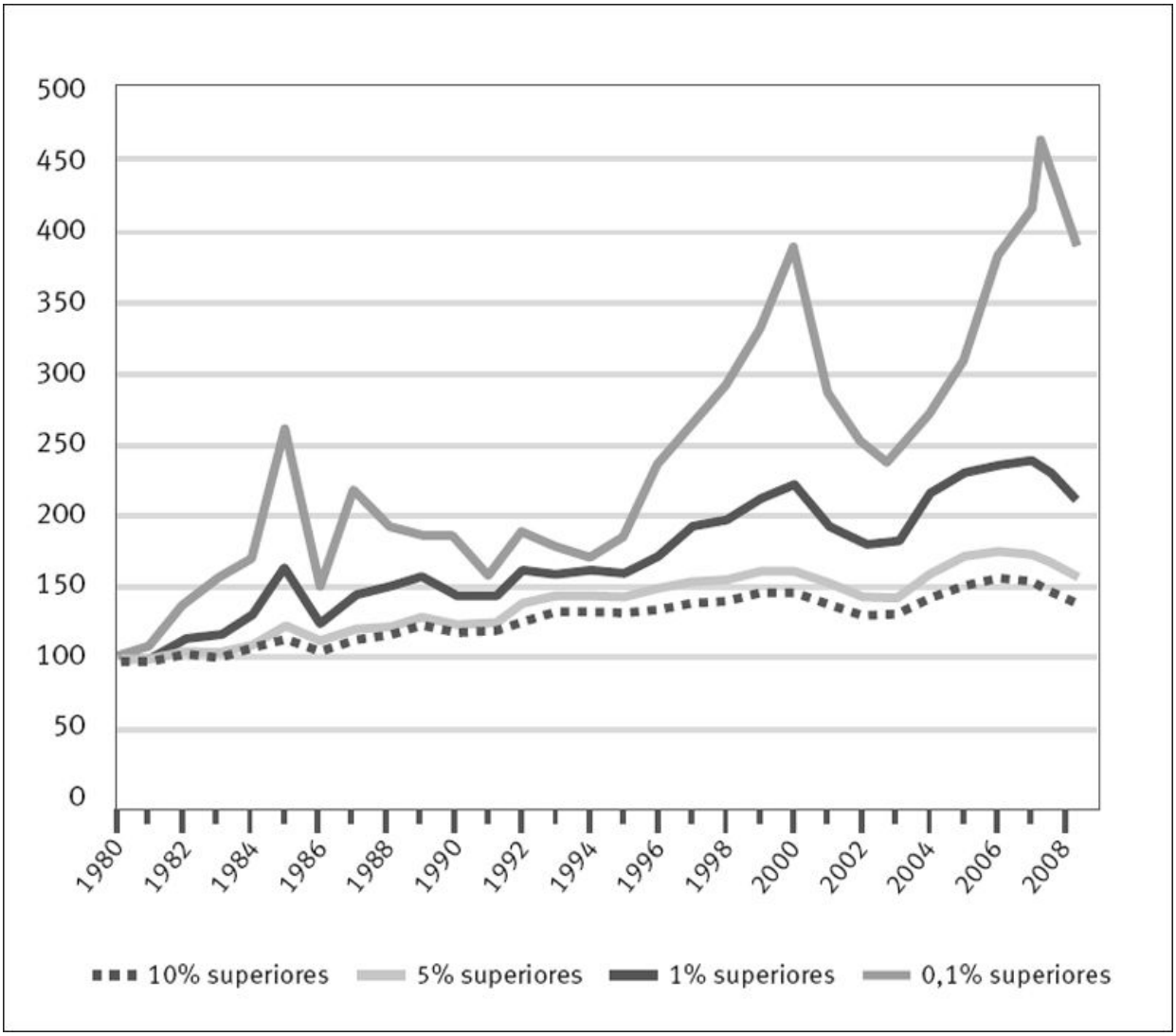
no alto é apresentada no segundo gráfico, considerando-se as respectivas parcelas em 1980 como sendo 100.

Parcela da renda dos 10% mais ricos,1917-2008



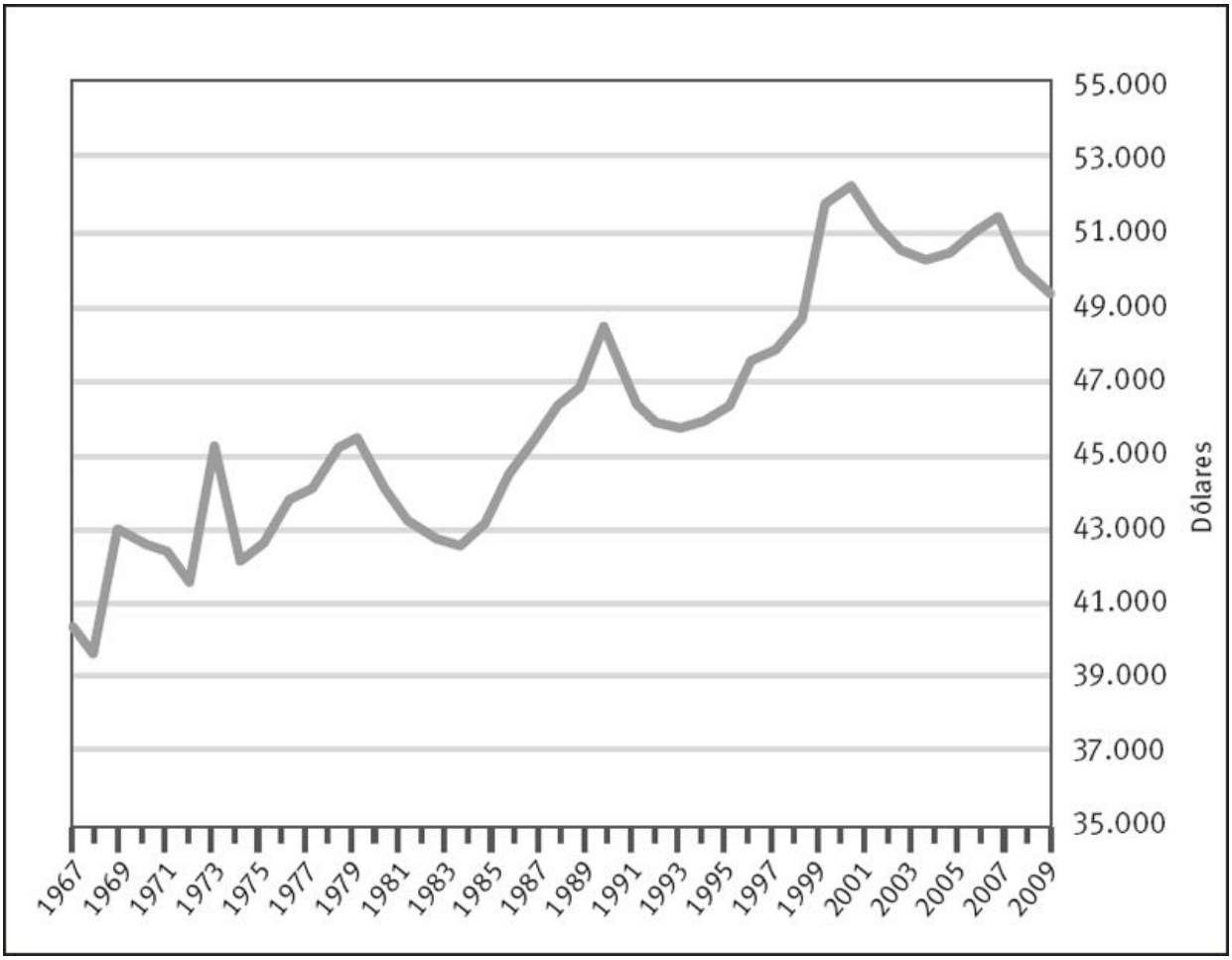
Facundo Alvaredo, Tony Atkinson, Thomas Piketty e Emmanuel Saez, *World Top Incomes Database*, http://g-mond.parisschoolofeconomics.eu/topincomes/

Parcela de ganhos entre os contribuintes nos 10% do topo, 1980-2008(1980=100)



Facundo Alvaredo, Tony Atkinson, Thomas Piketty e Emmanuel Saez, *World Top Incomes Database*, http://g-mond.parisschoolofeconomics.eu/topincomes/

Renda familiar mediana real, 1967-2009



Census Bureau, http://www.census.gov/hhes/www/income/data/historical/household/index.html, Tabela H-3

Além disso, essas mudanças ocorreram quando a maioria das famílias americanas viu sua renda real ficar estagnada ou diminuir. A renda familiar mediana das últimas quatro décadas é apresentada no gráfico acima.

Mas esse gráfico, por mais perturbador que seja, esconde uma realidade muito pior. Os 10% mais ricos se saíram muito melhor que todos os outros; quando você os elimina, os números mudam enormemente. A análise econômica revelou que "apenas os 10% no topo da distribuição de renda tiveram aumento real de renda igual ou superior … ao aumento da produtividade".[14] De fato, a maior parte dos ganhos foi para o *1%* superior, enquanto os americanos nos

90% inferiores ou tiveram renda familiar declinante ou só conseguiram aumentar a renda familiar trabalhando mais horas. A produtividade dos trabalhadores americanos continuou a aumentar, sobretudo com a revolução da internet iniciada em meados dos anos 1990. Mas os benefícios do aumento de produtividade foram quase que inteiramente para a renda do 1% mais rico e para lucros empresariais, ambos com altas recordes como parcela do PNB. Em 2010 e 2011 os lucros empresariais foram responsáveis por mais de 14% do PNB total, um recorde histórico. Em contraste, a parcela do PNB dos Estados Unidos paga na forma de remuneração e salários está em uma baixa histórica e não acompanhou a inflação desde 2006.[15]

Enquanto eu trabalhava neste livro no final de 2011 o Census Bureau [o Censo americano] publicou suas estatísticas de renda de 2010, ano do início oficial da recuperação americana. O índice nacional de pobreza subiu para 15,1%, o ponto mais alto em quase vinte anos; a renda familiar mediana caiu 2,3%. Mas essa queda foi distribuída de modo muito desigual. Os 10% no topo tiveram uma queda de 1%; os 10% na base, quase desesperadamente pobres, viram sua renda cair 12%. A renda familiar mediana americana teve seu pico em 1999; em 2010 havia caído 7%. A remuneração média por hora, correspondendo ao número de horas trabalhadas, mal se alterou nos últimos trinta anos. Classificados por desigualdade de renda, os Estados Unidos estão hoje na 95ª posição no mundo, logo atrás de Nigéria, Irã, Camarões e Costa do Marfim.

Não é uma boa companhia. E não é uma falha estatística. Os americanos não gostam de encarar isso, mas os Estados Unidos têm hoje uma verdadeira subclasse cada vez mais permanente vivendo quase em condições de subsistência. Há hoje dezenas de milhões de americanos cujas condições de vida são pouco melhores que as de muitas pessoas em países pobres do Terceiro Mundo. Se acrescentarmos

moradores de guetos urbanos, imigrantes ilegais, camponeses migrantes, pessoas com condenações penais que limitam muito sua possibilidade de conseguir trabalho, aqueles hoje na prisão, indivíduos com problemas crônicos de uso de drogas, veteranos incapacitados das recentes guerras incompetentes, crianças em lares adotivos, sem-teto, desempregados há muito tempo e outros grupos com graves desvantagens, chegaremos a dezenas de milhões de pessoas mantidas em condições muito duras, muito injustas, naquela que supostamente é a sociedade mais rica e justa do planeta.

Há sempre mais de 2 milhões de pessoas nas prisões dos Estados Unidos; mais de 10 milhões de americanos têm folha corrida e cumpriram penas por crimes que não tráfico. Muitos outros milhões trabalham hoje horas demais, e muito duro, em empregos de salário mínimo na agricultura, no varejo, em limpeza e outros trabalhos mal remunerados. Milhões estão desempregados há anos, esgotando suas poupanças e sua moral. Há vinte ou trinta anos muitas dessas pessoas teriam – e algumas *tiveram* – empregos bem remunerados na indústria ou na construção civil. Não mais.

Mas além da crescente desigualdade de renda e riqueza, os Estados Unidos exibem uma crescente desigualdade de *oportunidades*, tanto econômicas quanto em todas as determinantes de uma vida saudável, feliz e segura, indo de cuidados de saúde até nutrição.

Há muitas facetas da redução da igualdade e da oportunidade na vida americana. Talvez a pior sejam as condições hoje impostas a crianças pequenas da classe mais baixa e submetidas à recente evolução do ensino nos Estados Unidos. Os dois elementos estão relacionados, e reforçam um ao outro; o resultado combinado é condenar dezenas de milhões de crianças, sobretudo aquelas nascidas na nova subclasse dos Estados Unidos, a uma vida de sofrimento e injustiça. Para qualquer filho pequeno cujos pais não tenham dinheiro, ou sejam camponeses migrantes

e/ou imigrantes ilegais, os cuidados pré-natais, a pré-escola, as creches, a alimentação na escola e os sistemas de lares adotivos são nada menos que chocantes. E depois há a própria escola. Em nenhum outro setor o aumento acelerado da negação de oportunidades nos Estados Unidos é mais severo ou mais devastador para o futuro econômico do país que na educação.

O sonho americano, resumidamente, é que não importa quão pobre ou humilde sejam suas origens – mesmo que você nunca tenha conhecido seus pais –, você tem uma chance de levar uma vida decente. A promessa é que qualquer um disposto a trabalhar duro pode crescer com o tempo, e ter pelo menos uma vida razoável para si e seus próprios filhos. Você podia esperar se sair melhor que seus pais, e mesmo ser capaz de ajudá-los na velhice.

Mais que nunca, o segredo do sonho americano é a educação. A ascensão da tecnologia da informação e a abertura das economias asiáticas significam que apenas uma pequena parcela da população americana pode ter uma vida boa com trabalho manual ou não especializado. Mas em vez de melhorar seu sistema de ensino e aumentar as oportunidades que ele deveria oferecer, os Estados Unidos têm ido justo na direção oposta. Como resultado, estão desenvolvendo não um sistema de classes, mas, sem exagero, um sistema de *castas* – uma sociedade na qual as circunstâncias do seu nascimento determinam toda a sua vida.

Como resultado, o sonho americano está morrendo. Cada vez mais o principal determinante da perspectiva de vida de uma criança americana – renda futura, riqueza, grau de ensino, até mesmo saúde e expectativa de vida – é totalmente arbitrário e injusto. Também é muito simples. O futuro das crianças americanas é cada vez mais determinado pela riqueza dos pais, não por sua própria inteligência ou energia. Decerto há várias razões para isso. A renda está relacionada a muitas outras coisas, de modo

que é difícil isolar o impacto de fatores específicos. Crianças de famílias pobres têm maior probabilidade de crescer com apenas um dos genitores, em vez dos dois, de ser expostas a drogas e álcool, ter um dos pais ou os dois na prisão, com status de imigração questionável e mais chances de problemas alimentares e obesidade. Cultura e raça desempenham um papel: crianças asiáticas têm notas muito superiores no ensino médio, em testes e provas, que todos os outros grupos, incluindo brancos; latinos, as mais baixas. Então, sim, é complicado.

Mas também é realmente simples. O principal fator isolado é a redução de oportunidades e conquistas educacionais, que são determinadas por dinheiro. Se você não tem dinheiro você perde – pela qualidade decrescente do ensino público em áreas pobres, creches insuficientes, pré-escola inadequada e programas de complementação, pressões financeiras e sociais para abandonar a escola mais cedo, e pelo custo em disparada do ensino superior, tanto público quanto particular. O acidente histórico de que as escolas públicas americanas são financiadas pelos impostos municipais sobre propriedade de imóveis tem um enorme peso nisso. À medida que aumenta a desigualdade de renda, aumenta também a disparidade entre escolas de áreas pobres e ricas na receita de impostos disponível para financiar o ensino.

Agora, então, se seus pais ganham o suficiente, podem viver em um distrito escolar bom, e se eles forem mesmo ricos, o mandarão para escolas particulares. A comida será boa. Você não sofrerá pressão para largar os estudos e cuidar da irmã mais nova; eles poderão deixá-la aos cuidados de uma creche ou babá. Darão a você um computador e aulas de piano. Alguém estará em casa e você não terá de se defender nas ruas. Mas se seus pais não têm dinheiro e precisam de dois empregos, ou se eles sucumbiram a álcool ou drogas, nenhuma dessas coisas

legais vai acontecer, e você terá de frequentar escolas ruins, e é provável que precise abandoná-las no ensino médio.

Cada vez mais os Estados Unidos têm três sistemas de ensino paralelos. Há um sistema particular de altíssima qualidade, elitista e extremamente caro para os cerca de 5% mais ricos. Depois há um sistema *razoável* para profissionais liberais de classe média com conforto que podem viver em distritos com boas escolas públicas e mandar os filhos para a universidade. E então há um sistema medonho para todos os outros. O "todos os outros" corresponde hoje a pelo menos um quarto, e segundo alguns critérios pode ser quase a metade, da população americana. É muita gente desperdiçada.

É difícil estimar com precisão o índice de conclusão do ensino médio nos Estados Unidos, em parte porque as estatísticas governamentais em todos os planos – federal, estadual e municipal – com frequência escondem o quadro. Mas a despeito de estimativas que variam surpreendentemente, os fatos básicos são claros. O índice de conclusão do ensino médio nos Estados Unidos é muito inferior ao que deveria ser, e está *caindo*, em termos absolutos e em comparação com o resto do mundo. Assim como a qualidade do ensino público, mesmo para aqueles que se formam. Qualquer um da Ásia ou da maior parte da Europa pode lhe dizer que a maioria das escolas secundárias americanas é uma piada. E o índice de conclusão do ensino médio nos Estados Unidos já é inferior ao da maioria dos outros países desenvolvidos, incluindo aqueles nos quais isso significa muito mais do que nos Estados Unidos. As melhores estimativas situam o índice de conclusão do ensino médio nos Estados Unidos entre 75% e 80%. Como o índice de conclusão das escolas secundárias particulares é de quase 100%, o índice de conclusão do ensino médio nas escolas *públicas* americanas provavelmente é inferior a 75%, e talvez seja mesmo de

70%. Em contraste, muitos países europeus e asiáticos têm índices de conclusão em torno de 90%.

E, como no caso de aviões e elevadores particulares, assim foi também com o ensino particular; surgiu um sistema cada vez mais segregado de escolas básicas e secundárias particulares para os ricos. Não é muito sutil. Para onde John Paulson manda seus filhos? Suas gêmeas fizeram pré-escola na 92nd Street Y, que custa mais de 20 mil dólares por ano por aluno – sim, para a pré-escola. Paulson integra o conselho da escola. Ele também administra alguns de seus investimentos, que protegeu contra perdas. Muitos outros membros do conselho mandaram os filhos para a escola; quatro deles também administram dinheiro para a instituição. Isso não é incomum. Uma das filhas do sr. Paulson, tendo deixado a creche para trás, frequenta agora a Spence, outra escola particular exclusiva em Manhattan. O sr. Paulson também integra seu conselho.[16]

Igualmente perturbadoras são as tendências no ensino superior. Quando estudei na Universidade da Califórnia em Berkeley, em meados dos anos 1970, os custos para moradores locais eram de menos de 700 dólares por ano. Em 2011 o custo do ensino inicial para moradores do estado era de 14.260,00. Universidades particulares apresentaram mudanças similares. Quando entrei para o MIT como aluno de mestrado em 1978 o custo anual era de 4.700 dólares. Para o ano acadêmico 2011-12, foi de 40.460,00. Nesse mesmo ano a anuidade em Harvard foi de 36.305,00. Harvard estima seus custos anuais totais (anuidade, taxas, alojamento, suprimentos) em 52.652,00; portanto, o custo total de mandar seu filho para Harvard por quatro anos, mesmo supondo que não haverá aumentos posteriores, já é superior a 210 mil dólares.

Harvard, como a maioria das outras universidades particulares de elite, alega que suas admissões têm como base o mérito e ignoram necessidade, e que todos que se qualificarem receberão ajuda financeira suficiente para

poder concluir o curso. Isso é mentira, claro. Se seus pais estudaram em Harvard (ou Yale, Princeton etc.) e doaram dinheiro, ou se seu pai comanda um enorme banco global, ou é primeiro-ministro de algum lugar, suas chances decerto melhoram um pouco. Mas esqueça isso – pense apenas no dinheiro e nos estudantes. No ano letivo de 2011 a administração de Harvard anunciou com orgulho que pouco mais de 60% de seus alunos da graduação receberam alguma ajuda financeira, e também afirmou que nenhum aluno cuja família recebesse menos de 180 mil dólares por ano teria de pagar mais de 10% do custo total.[17]

Pense nisso por um minuto. Se você é um aluno de Harvard que não recebe nenhuma ajuda financeira, vem de uma família que ganha *muito* mais de 180 mil dólares por ano. Digamos que o teto para receber alguma ajuda financeira seja de 300 mil dólares (Harvard não revela o número). Isso significa que 40% dos alunos da graduação de Harvard vêm de famílias cuja renda está no ponto mais alto da pirâmide de renda americana. Significa que é provável que a distribuição de renda em Harvard seja ainda mais distorcida que a dos Estados Unidos: no país como um todo, em 2010 o 1% superior das famílias recebiam cerca de 20% de toda a renda anual.

Ao mesmo tempo que o custo do ensino sobe, há uma distância cada vez maior em qualidade e recursos entre as universidades particulares e as universidades públicas e as faculdades comunitárias que tradicionalmente ofereceram as maiores oportunidades aos estudantes pobres. Com a desigualdade de renda aumentando, as doações para universidades particulares aumentaram, assim como suas dotações, enquanto o apoio do governo ao ensino público estagnou ou declinou. Como resultado, entre 1999 e 2009 os gastos por estudante nas universidades particulares passaram de cerca de 29 mil dólares para quase 36 mil dólares, enquanto os gastos por estudante em faculdades comunitárias permaneceram quase estáveis, em cerca de 10

mil dólares por aluno. Desde 2008 o quadro piorou; o custo do ensino em universidades públicas e faculdades comunitárias aumentou muito, enquanto os gastos por aluno diminuíram, em alguns casos em mais de 20%.[18] A Universidade da Califórnia, a maior e melhor universidade pública do mundo, viu seu orçamento ser reduzido em mais de 20% desde a crise financeira.

Mas há ainda outro modo pelo qual os Estados Unidos se tornaram menos justos, e é ainda mais perturbador do que o aumento da desigualdade econômica e de ensino. É o seguinte: cada vez mais nos Estados Unidos você ganha mais dinheiro sendo um escroque destrutivo do que sendo produtivo e honesto. Isso não é verdade em todas as áreas – cérebro, trabalho e reputação ainda contam em muitos lugares. (Mais uma vez, a alta tecnologia se destaca.) Mas em uma parcela em crescimento acelerado e já assustadoramente alta da sociedade americana, a honestidade é hoje uma grande desvantagem profissional e financeira.

Não surpreende que esse padrão tenha começado no mesmo setor responsável pela decadência econômica dos Estados Unidos: os setores altamente concentrados que se tornaram muito ineficientes nos anos 1980. As pessoas que arrasaram com a indústria automobilística, siderúrgica e de telecomunicações dos Estados Unidos em geral não sofreram por sua incompetência. Permaneceram em seus empregos e mantiveram seus benefícios, enquanto suas empresas deterioravam. Mas agora, com o setor financeiro e seus amigos livres de qualquer risco de um processo, os Estados Unidos levaram o saque a um novo patamar.

O insulto final: a punição financeira por ser decente

Qualquer um que já tenha vivido ou trabalhado em uma ditadura corrupta sabe o que acontece. Quando o sistema é

manipulado, quando os cidadãos comuns são impotentes e quando informantes são na melhor das hipóteses párias, três coisas acontecem. Em primeiro lugar, as piores pessoas chegam ao topo. Elas se comportam de forma chocante e causam destruição. Em segundo, as pessoas que poderiam dar uma contribuição positiva para a sociedade são estimuladas a se tornar destrutivas, porque a corrupção é muito mais lucrativa do que o trabalho honesto. E em terceiro, todos os outros pagam, econômica e emocionalmente; as pessoas se tornam descrentes, egoístas e fatalistas. Com frequência seguem o sistema, mas se odeiam por isso. Fazem o jogo para sobreviver e alimentar suas famílias, mas elas e a sociedade sofrem. Nos Estados Unidos é raro essa questão ser mencionada em público ou na imprensa, mas em minha experiência pessoal isso é cada vez mais discutido em conversas particulares.

Considerem agora os setores de alta renda e alta educação que são os principais alvos deste livro: serviços financeiros, academia, política e criação de políticas públicas. Ao longo das últimas décadas o setor financeiro aumentou muito sua parcela do PNB, os lucros empresariais totais e o emprego. Sua renda por funcionário é hoje o dobro da média nacional, e as pessoas no topo do mundo financeiro agora ganham um volume de dinheiro fenomenal. No mesmo período os padrões éticos do setor deterioraram na mesma proporção.

Durante a última década, executivos, vendedores e corretores do setor financeiro ganharam quantias verdadeiramente obscenas fazendo coisas verdadeiramente obscenas. Com algumas poucas exceções, os piores criminosos ganham mais dinheiro. Nenhum deles foi processado, e nenhum foi obrigado a devolver o dinheiro. A maioria manteve os empregos. Mesmo aqueles que destruíram suas próprias empresas permaneceram livres e muito ricos. Jimmy Cayne viu sua riqueza líquida cair de cerca de 1,5 bilhão de dólares para cerca de meros 600

milhões após o colapso do Bear Stearns, mas ele deve conseguir sobreviver com isso. Stan O'Neil recebeu uma indenização de 161 milhões de dólares por ser ganancioso e incompetente no Merrill Lynch. Henry Paulson ganhou algo como meio bilhão de dólares transformando o Goldman Sachs em uma organização que ganhava dinheiro apostando contra seus clientes, e seu sucessor Lloyd Blankfein também não se saiu mal. Angelo Mozilo ainda tem seu meio bilhão. E assim por diante.

Ainda pior, considere o que era ser uma pessoa honesta em uma dessas empresas. Não sabemos se alguém algum dia bateu na porta de Lloyd Blankfein e disse: Escute, Lloyd, não é muito legal dizer ao mundo para comprar esta coisa quando sabemos que é medonha e estamos ganhando bilhões de dólares apostando contra ela. E você talvez também não devesse mentir ao Congresso. Será que alguém um dia disse isso a Lloyd? Provavelmente não. Mas se alguém um dia *disse* isso a ele, duvido que tenha recebido uma promoção imediata e um grande bônus. E nós sabemos o que aconteceu a algumas pessoas em várias empresas, entre elas Citigroup, Merrill Lynch, Countrywide e AIG, que tentaram alertar para o comportamento antiético e insustentável que testemunharam. Quase sem exceção, foram severamente punidas por isso.

Ainda assim, qualquer um se formando em administração, direito ou qualquer outra coisa em algum momento das duas últimas décadas decerto percebeu que as finanças eram a forma mais rápida e garantida de enriquecer. Isso desviou um número considerável das pessoas mais inteligentes, ambiciosas e escolarizadas dos Estados Unidos de trabalhos produtivos para atividades quase criminosas que prejudicaram, em vez de aumentar, o bem-estar econômico do país. E embora a bolha financeira fosse a maior e pior dessas atividades, decididamente não era a única.

Algo similar vale hoje para a economia e outras disciplinas acadêmicas relevantes para a política e a legislação (direito, ciências políticas e políticas públicas). Quais economistas, professores de finanças e economistas industriais ganharam mais dinheiro, conquistaram os postos mais altos, se tornaram mais famosos, testemunharam no Senado com mais frequência? Larry Summers, Glenn Hubbard, Laura Tyson, Frederic Mishkin, Martin Feldstein, Alan Greenspan, Hal Scott, Richard Schmalensee, Jerry Hausman…

Considerando-se esse desfile, mais uma vez coloque-se na pele de alguém jovem e honesto, em especial alguém que quer pesquisar, digamos, a crise financeira. Como já observamos, você enfrentaria um painel assustador. Quem iria orientar sua tese de doutorado, avaliar seus pedidos de bolsa, considerar conceder ou não a você uma cátedra, referendar os artigos que você envia a periódicos? Resposta: pessoas que ganham milhões de dólares defendendo o setor financeiro. Em contraste, quem irá lhe pagar a seu favor centenas de milhares de dólares por ano para integrar seus conselhos de diretores, testemunhar no Congresso em sua defesa, defender seus interesses em ações contra trustes, comparecer por eles perante as autoridades de controle? A resposta é ninguém.

Quanto a política, lobby e políticas governamentais já foi dito o bastante. No momento essas não são profissões que atraem e recompensam os honestos e abnegados.

Isso é perigoso. Um país que permite que comportamento predatório e destruidor de valores seja sistematicamente mais lucrativo que trabalho honesto e produtivo está arriscando muito. Os Estados Unidos, como todas as sociedades, dependem muito de idealismo e confiança, incluindo a disposição dos cidadãos comuns de se comportar de modo honesto e fazer sacrifícios. Embora muitos americanos ainda não tenham percebido como sua sociedade se tornou injusta, isso não irá durar para sempre.

Infelizmente, é provável que dure o suficiente para que a atual geração de predadores morra rica e confortável. Mas a maioria de nós não gostaria de viver em uma sociedade dominada por desconfiança e desonestidade.

10. O que deveria ser feito?

TODOS TEMOS NOSSA PRÓPRIA LISTA das reformas de que os Estados Unidos mais precisam. Aqui, de forma bem breve, está a minha. Essas são coisas muito fáceis de escrever, e coisas muito difíceis de conseguir no atual panorama econômico e político dos Estados Unidos.

- Melhorar a qualidade do ensino e o acesso a ele é fundamental. Os Estados Unidos não podem competir em termos econômicos, eleger líderes sábios ou se dizer uma sociedade justa tendo uma taxa de evasão escolar de 25% no ensino médio, se apenas os ricos podem frequentar boas escolas e se apenas as caras universidades particulares têm recursos adequados. Essa é uma questão de justiça que nem mesmo um CEO de banco pode negar abertamente. Se há uma coisa com que quase todos podem concordar, em meio a todas as guerras culturais dos Estados Unidos, é que qualquer criança merece uma chance justa. Se uma criança nasceu em um distrito pobre, ou de pais viciados em drogas, *não é culpa dela*. Mesmo assim, o modo como o país lida com o financiamento das escolas públicas, programas de cuidados escolares estendidos, nutrição infantil, lares adotivos e pobreza infantil ainda é vergonhoso, e continua a piorar. Além disso, uma população escolarizada produz uma sociedade mais feliz e próspera. No atual estado de coisas, os Estados Unidos estão desperdiçando uma parcela assustadoramente alta de seu povo de formas dolorosas e muito caras.

- Colocar o setor financeiro sob controle. Isso, por sua vez, tem muitos elementos, a maioria dos quais já foi bastante discutida. Precisamos reformar e regulamentar com mais rigor as estruturas de remuneração nos planos pessoal, empresarial e setorial; dividir os maiores bancos; fortalecer muito o poder e a independência política da regulamentação e da aplicação das leis para crimes de colarinho-branco; cobrar impostos sobre transações financeiras; cobrar impostos justos sobre a renda do setor financeiro; e tapar lacunas legais para atividades como "inovações" concebidas para evitar impostos ou para apostar contra seus próprios títulos. O resultado natural da devida rerregulamentação do setor financeiro será reduzir seu tamanho, concentração e poder político. Isso terá muitos benefícios, desde aumentar a oferta de pessoas talentosas para atividades mais produtivas até reduzir as pressões para a corrupção política.
- Controlar o impacto do dinheiro na política americana. Mais fácil falar que fazer, mas muito importante. Lobby e doações eleitorais deviam ser taxados pesadamente; os salários do funcionalismo público e das autoridades de controle deveriam ser aumentados de maneira significativa, em troca de proibições rígidas de comportamento permissivo nas contratações de quem sai do setor financeiro para o governo e vice-versa; e alguma forma de financiamento público de campanha deveria ser obrigatória.
- Reforma do sistema de impostos, de pessoas físicas e jurídicas, para aumentar a receita, aumentar a justiça e combater a formação de oligarquias hereditárias e financeiras. Impostos altíssimos sobre imóveis são um elemento muito importante disso, assim como impostos justos para renda muito alta do setor financeiro.
- Grande fortalecimento da política antitruste e a regulamentação da governança corporativa. As políticas e

análises antitruste foram vítimas da corrupção de duas formas: primeiro, a corrupção da política federal por financiamento de campanha, lobbies e contratações do setor público; e, segundo, a corrupção da economia como disciplina que fornece a análise econômica e o pessoal por trás das decisões sobre trustes. Nas áreas de organização industrial, regulamentação, governança corporativa e teoria antitruste a economia não precisa apenas de reforma; precisa de um grande transplante e uma estadia de um ano em um campo de reeducação. Mais genericamente, os Estados Unidos precisam descobrir como impedir que grandes setores maduros tenham o mesmo destino de General Motors, U.S. Steel, AT&T, Microsoft ou Citigroup e Merrill Lynch, seja por profundas reformas na governança corporativa, dividindo grandes empresas estagnadas ou criando outros mecanismos para que iniciantes entrem em setores maduros.

- Criar uma infraestrutura verdadeiramente universal de banda larga de alta velocidade para o país. Os Estados Unidos deveriam ver a instalação de banda larga em grande medida do modo como o governo Eisenhower viu, e construiu, o sistema de rodovias do país a partir dos anos 1950. A banda larga é ainda mais importante, para a economia e como um modo de habilitar o país a lidar com a dependência externa de energia, problemas de segurança interna e aquecimento global.

O que o futuro reserva

Há um grande leque de futuros possíveis para os Estados Unidos. Um deles é apenas mais do mesmo, em termos econômicos e políticos. Nesse caso o país será governado por uma oligarquia cada vez mais poderosa –

grosseiramente o 1% mais rico – e continuará a funcionar muito bem para uma considerável minoria – grosseiramente os 10% mais ricos –, ao mesmo tempo que se torna cada vez mais duro para a maioria da população. O ensino de elite continuará a fornecer pessoal para alta tecnologia, serviços financeiros e a alta administração de empresas globais cujos mercados e mão de obra estarão fora dos Estados Unidos. A maioria dos outros americanos irá apenas sobreviver, e o país terá uma subclasse muito grande, pobre e raivosa. Alguém poderia dizer que esse seria um resultado à brasileira – embora na verdade o Brasil esteja se encaminhando para maior igualdade e oportunidade, não menor.

Esse resultado reflete não apenas o atual arranjo de poder nos Estados Unidos, mas também, em parte, o lado negro da revolução da internet. Embora a internet seja esmagadoramente, e em muitos sentidos, uma força do bem, pela abertura e a eliminação de barreiras artificiais ao conhecimento e à comunicação, também é uma poderosa ferramenta de controle administrativo. Hoje é possível gerir uma empresa global gigantesca de quase qualquer lugar. Como resultado, a administração de empresas com sede nos Estados Unidos pode se surpreender com quão fácil é se adaptar a um mundo no qual nem seus empregados nem seus clientes são, em sua essência, americanos.

Nesse caso as elites americanas permanecerão extremamente ricas, e seu poder político poderá durar muito. Mas embora tal resultado possa durar duas décadas, há várias razões para duvidar que seja sustentável em última instância. Em primeiro lugar, é provável que o setor financeiro continue a produzir bolhas e crises, e suas consequências econômicas e políticas acabarão não podendo mais ser ignoradas. Segundo, em algum ponto o mundo não permitirá que os Estados Unidos continuem se endividando de forma insustentável. Daqui a vinte anos

China e Índia terão moedas globais, e o mundo começará a tratar os Estados Unidos do modo como estão tratando a Europa agora. E, terceiro, os americanos são um bando desordeiro, e provavelmente não irão suportar uma sociedade assim para sempre.

Contudo, os processos descritos anteriormente não são revertidos de maneira fácil. E o histórico geral de países em declínio sugere que a reforma interna só ocorre sob duas circunstâncias. A primeira é um período muito longo de frustração crescente que termina por transbordar – como vimos no mundo árabe. A segunda é uma grande crise – como na Grande Depressão. Em 2008 muitos acharam que a crise financeira poderia ser suficiente e que Barack Obama poderia aproveitar esse momento histórico. Nem tanto, como se revelou. Será necessária outra crise ainda pior?

Bem, no momento em que este livro estava sendo escrito (começo de 2012), parecia possível que o problema da dívida soberana europeia nos desse uma. Muitos dos mesmos analistas que alertaram em vão para a bolha das hipotecas – Simon Johnson, Nouriel Roubini e Charles Morris entre eles – estão agora alertando que o desemprego e os problemas da dívida soberana de Grécia, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha são insustentáveis e podem deflagrar outra crise, que inevitavelmente afetará os Estados Unidos.

A Europa permanece fragmentada, em termos políticos e econômicos, de um modo perigoso, e a União Europeia parece incapaz de uma ação coerente. As economias americana e europeia continuam fracas, com alto desemprego e baixo crescimento, a despeito de contínuos gastos deficitários. E as ferramentas utilizadas para deter a crise de 2008 – taxas de juro zero, rios de dinheiro para o sistema financeiro – já não são úteis ou disponíveis.

Nesse ambiente a instabilidade pode começar a penetrar na política e no comportamento do eleitor, bem como na economia. A questão agora é o que acontecerá se a frustração popular e o desespero continuarem a aumentar, considerando-se que o duopólio político americano não permite reformas internas fundamentais. Os Estados Unidos irão apenas apodrecer, surgirá um movimento para forçar progressos reais ou o país poderá ser presa de demagogia radical? As respostas a essas perguntas são desconhecidas no momento. Há sinais ao mesmo tempo esperançosos e alarmantes.

Por um lado, o fato de que Michele Bachmann, Rick Perry, Ron Paul, Herman Cain, Newt Gingrich e Sarah Palin possam se tornar grandes personagens nacionais, quanto mais serem levados a sério como candidatos a presidência dos Estados Unidos, é preocupante. Assim como o fato de que grandes parcelas da sociedade americana parecem não compreender ainda a importância da educação para sua própria prosperidade futura, e a do país. E por ora a influência do dinheiro das empresas nos dois partidos políticos parece intacta. Esses sinais levam ao pessimismo.

Por outro lado, o surgimento do movimento Occupy Wall Street sugere que os americanos estão começando a despertar. Entre outros sinais de esperança estão a censura pública de Warren Buffett a seus colegas bilionários e o apelo do CEO da Starbucks, Howard Schultz, para que todas as doações de campanha sejam suspensas até que o governo federal aborde os problemas fiscais. Em várias eleições nacionais recentes, embora não em todas, o povo americano fez a coisa certa. Mas os atuais problemas dos Estados Unidos se desenvolveram ao longo de décadas, e não serão resolvidos num instante.

Enquanto isso os americanos podem fazer algumas coisas, política e pessoalmente. Podem tomar as ruas, se recusar a fazer doações de campanha para as máquinas

partidárias nacionais; apoiar organizações como Common Cause, Occupy Wall Street e o Center for Responsive Politics; concorrer a cargos públicos; e apoiar candidatos que pareçam se importar. No nível pessoal, podemos poupar dinheiro, depositar nossa poupança em bancos locais, uniões de crédito e fundos mútuos; investir com prudência e ética; e acima de tudo, educar nossos filhos.

Como este livro está sendo publicado em um ano de eleição presidencial, encerrarei dizendo que embora o presidente Obama tenha falhado com seu país de muitas formas importantes, ele é o menor dos males disponíveis. Então, sim, recomendo que vocês tampem o nariz e votem nele, como eu farei. Mas no dia seguinte espero que comecem a pensar em como substituí-lo e a todo o sistema que o gerou.

Como isso pode ser conseguido ainda não está claro. Antes eu relacionei as três avenidas disponíveis: uma insurgência interna em um dos partidos existentes; um terceiro partido; e um movimento social não partidário. Qualquer uma delas irá enfrentar fortes obstáculos, e talvez seja necessária uma combinação das três. Podemos ter sorte e um dia descobrir que os Estados Unidos elegeram um presidente profundamente comprometido em solucionar os problemas nacionais e disposto a suportar muito. O tempo dirá. Mas os Estados Unidos são uma nação impressionante e bonita em muitos sentidos. Espero que em algum lugar do país esteja se formando um jovem líder, alguém que possa convencer o povo americano a se erguer e se livrar dos pilantras.

Glossário

Agências de classificação de crédito: Empresas privadas que avaliam o risco e a qualidade do crédito de títulos e fornecem classificações de acordo com suas análises. As maiores classificadoras de crédito são Fitch Ratings, Moody's Investor Services e Standard & Poor's.

Ajuste pelo mercado: Uma convenção contábil pela qual os valores nominais de valores mobiliários são regularmente ajustados para que reflitam seu atual valor de mercado.

Alavancagem: Uma medida do grau em que um ativo é financiado com dinheiro emprestado. Uma casa de 100 mil dólares que é comprada com 10 mil em dinheiro e uma hipoteca de 90 dólares é alavancada em dez para um (o valor da casa dividido pelo ativo do proprietário). O risco da alavancagem fica claro quando os preços dos ativos caem. Se o valor da casa cair para 80 mil dólares, o proprietário terá perdido todo o seu investimento em espécie, e não poderá cobrir a hipoteca mesmo vendendo a casa. Bancos de investimento como o Lehman Brothers costumavam ser alavancados em trinta para um antes da quebra (3 bilhões de dólares em ativos eram financiados com 100 milhões em títulos e 2,9 bilhões em empréstimos). Para piorar as coisas, os empréstimos com frequência eram de curto prazo, devendo ser pagos integralmente e refinanciados várias vezes durante o ano. Quando os ativos financeiros

despencaram durante a quebra, muitas empresas de Wall Street ficaram imediatamente insolventes.

Collateralized Debt Obligation (CDO): Um valor mobiliário garantido por uma série de outros valores mobiliários, frequentemente de tipos variados, incluindo hipotecas, empréstimos bancários, títulos e assim por diante. Um CDO é quase sempre estruturado; ou seja, oferece uma hierarquia de títulos relacionados por sua prioridade de pagamento. O fluxo de caixa das obrigações que sustentam o CDO é dirigido primeiramente às obrigações no topo da lista, depois para aquela na segunda posição e assim sucessivamente na sequência de "subordinação". Portanto, os títulos CDO listados ao final absorvem as primeiras perdas. Os CDOs desempenharam um papel importante na quebra financeira porque sua estrutura era inerentemente pouco transparente e os criadores dos CDOs as carregaram de instrumentos muito arriscados, como hipotecas subprime frequentemente fraudulentas. Um CDO squared (CDO^2) é um CDO criado a partir de pedaços arriscados de outros CDOs.

CDO sintético: Um título estruturado constituído de credit default swaps, em vez de títulos reais. Usando CDOs sintéticos relativos a CDOs reais de risco muito alto Wall Street aumentou grandemente o volume de ativos muito arriscados no mercado.

Commodity Futures Trading Commission (CFTC): Um órgão federal americano independente que regulamenta a negociação de futuros e opções.

Corretora: Uma empresa que compra e vende valores mobiliários para seus clientes. As corretoras com frequência são subsidiárias de bancos de investimento.

Credit Default Swaps (CDS): Uma forma de derivativo que transfere o risco de não pagamento de um título de dívida, como um título ou empréstimo. O comprador da

proteção faz uma série de pagamentos na forma de juros para o vendedor da proteção, que concorda em remunerar o comprador integralmente caso o instrumento não seja pago. Nem o comprador nem o vendedor de proteção precisam possuir o instrumento protegido. Os CDS tiveram um crescimento extraordinário durante a bolha porque eram uma forma conveniente para corretores simularem carteiras de títulos com desembolsos mínimos.

Derivativo: Um contrato financeiro com um valor determinado pelo valor de outro ativo, taxa ou evento subjacente.

Empresa controladora de instituição financeira: Uma corporação que possui um banco comercial regulamentado, normalmente em conjunto com outras instituições financeiras que podem ou não ser regulamentadas.

Execução: O processo legal pelo qual o agente de uma hipoteca assume a propriedade de um imóvel pelo não pagamento da hipoteca.

Fannie Mae: Abreviação de Federal National Mortgage Association (FNMA), negócio bancado pelo governo americano que oferece financiamento para o mercado de hipotecas residenciais.

Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): Um órgão independente do governo federal que garante os depósitos de bancos comerciais e caixas de poupança com autorização federal, bem como de instituições regulamentadas pelos estados que escolhem participar do sistema do Federal Reserve. É totalmente financiado pelas instituições seguradas. Para impedir a perda da garantia, ele examina os livros e a segurança das instituições seguradas; se uma instituição se torna insolvente ele tem o poder de assumir, reorganizar,

vender ou dispor dessas instituições de modo a recuperar o seguro pago.

Freddie Mac: Abreviação de Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), negócio bancado pelo governo que oferece financiamento para o mercado de hipotecas residenciais.

Fundo de hedge: Um mecanismo particular de investimento livre da maior parte da regulamentação e da supervisão; geralmente acessível apenas a investidores de grande valor líquido. Os fundos de hedge aplicam uma grande variedade de estratégias de investimento que podem ou não envolver cobertura.

Glass-Steagall Act: A lei dos bancos de 1933 que, entre outras coisas, proibiu bancos comerciais de subscrever ou negociar a maioria dos tipos de valores mobiliários e proibiu os bancos de se associar a corretoras de valores. Em 1999 o Gramm-Leach-Bliley Act anulou os artigos da Glass-Steagall que proibiam ligações entre bancos comerciais e corretoras de valores.

Gramm-Leach-Bliley Act: A lei de 1999 que anulou artigos do Glass-Steagall Act que proibiam ligações entre bancos e corretoras de valores.

Hipoteca Alt-A: Originalmente uma hipoteca oferecida a um mutuário com bom histórico de crédito, mas sem toda a documentação (um estrangeiro, por exemplo). Durante a bolha, hipotecas Alt-A foram usadas para disfarçar a incapacidade financeira do mutuário, ficando conhecidas como “empréstimos mentirosos”.

Hipoteca com juros variáveis (ARM, na sigla em inglês): Uma hipoteca com taxa de juros que varia ao longo do tempo, normalmente ligada a alguma taxa externa.

Hipoteca variável: Uma hipoteca com taxa de juros ajustável, normalmente com uma taxa inicial abaixo do mercado, que permite aos mutuários optar por

pagamentos abaixo do previsto nos primeiros anos do empréstimo. Quando a taxa é reajustada para valores de mercado, o valor que não foi pago é acrescentado ao principal do empréstimo.

Instituição de depósito: Nos Estados Unidos, uma instituição financeira que aceita depósitos, como um banco, uma caixa (poupança e empréstimo) ou uma cooperativa de crédito.

Lei de reinvestimento na comunidade (Community Reinvestment Act – CRA): Uma lei federal americana de 1977 que determina que instituições de crédito regulamentadas façam empréstimos e ofereçam serviços às comunidades onde estão instaladas.

Liquidez: A disponibilidade de dinheiro vivo ou instrumentos financeiros que possam ser rapidamente convertidos em dinheiro.

Office of the Comptroller of the Currency: Um órgão do Departamento do Tesouro americano que autoriza, regulamenta e supervisiona todos os bancos nacionais e certas filiais e agências de bancos estrangeiros nos Estados Unidos.

Opção de liquidez: Um contrato financeiro determinando que uma parte refinancie ou compre um ativo de posse da outra parte em certas condições.

Proporção entre empréstimo e valor (LRV, na sigla em inglês): A relação entre o volume principal de uma hipoteca ou hipotecas e o valor de mercado da propriedade real que garante a(s) hipoteca(s), normalmente expressa na forma de percentagem.

Rebaixamento: Processo contábil pelo qual o valor de um ativo é rebaixado de um valor contábil anterior. Frequentemente quando uma empresa rebaixa um ativo o valor do rebaixamento deve ser deduzido do lucro informado.

Securities and Exchange Commission (SEC): Órgão federal independente responsável por proteger os investidores aplicando as leis federais de títulos mobiliários, incluindo regulamentar negociação de títulos e opções de títulos, corretoras, firmas de investimentos e outros profissionais do mercado de valores, e o lançamento e venda de títulos.

Securitização: O processo de reunir hipotecas, recebíveis de cartões de crédito e outros instrumentos em uma entidade legal distinta para garantir o lançamento de novos instrumentos financeiros para os investidores.

Sistema bancário na sombra ("shadow banking"): Instituições financeiras que não bancos, como fundos de hedge, fundos de private equity e outros canais de investimento que com frequência oferecem crédito e desempenham outras atividades em paralelo com o sistema bancário formal. O crescimento do sistema bancário paralelo nos anos 2000 tornou difícil para os responsáveis pela regulamentação rastrear o volume de crédito no sistema financeiro.

Subscrição: O processo de determinar o risco e o valor de um título. Bancos de investimento subscrevem títulos quando avaliam o crédito dos emitentes e estabelecem um preço para distribuir os títulos aos investidores; concedentes de hipotecas subscrevem hipotecas avaliando o crédito do mutuário e o valor de mercado da propriedade de garantia.

Título lastreado em hipoteca (Mortgage-Backed Security – MBS): Uma ferramenta de crédito sustentada por hipotecas residenciais ou comerciais. Um MBS pode ou não ser estruturado. (Ver Collateralized Debt Obligation.)

Títulos privados: Títulos lastreados em hipotecas concedidas e distribuídas por bancos de investimento e corretoras de valores privadas (em oposição a MBS

distribuídos por Fannie Mae, Freddie Mac ou outras instituições federais de hipotecas).

Tranche: Palavra francesa para “fatia”, usada para se referir às várias camadas de títulos que compõem um instrumento financeiro estruturado.

Notas

1. Onde estamos agora

1. A não ser quando indicado, todos os dados econômicos sobre os Estados Unidos neste livro provêm das fontes oficiais mais recentes (isto é, do terceiro trimestre de 2011, quando disponíveis).
2. William T. Vollman, "Homeless in Sacramento", *Harper's Magazine*, mar 2011.
3. U.S. Census Bureau, "Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2010", set 2011; Congressional Budget Office, "Trends in the Distribution of Household Income Between 1979 and 2007", out 2011, http://www.fns.usda.gov/pd/SNAPsummary.htm.
4. OECD StatExtracts: Labour Force Statistics, http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=251.
5. Emmanuel Saez e Thomas Piketty, "Income Inequality in the United States, 1913-1998", *Quarterly Journal of Economics*, 118(1) 2003, p.1-39 (tabelas e números atualizados até 2008 em formato Excel, jul 2010, http://elsa.berkeley.edu/~saez/); G. William Domboff, "Wealth Income and Power", departamento de Sociologia, Universidade da Califórnia em Santa Cruz, nov 2011, http://www2.ucsc.edu/whorulesamerica/power/wealth.html.
6. Julia B. Isaacs, "Intergenerational Comparisons of Economic Mobility", em Julia B. Isaacs et al., *Getting Ahead or Losing Ground: Economic Mobility in America*, p.37-46, Brookings Economic Mobility Project, fev 2008; Patrick M. Callan, "International Comparisons Highlight Educational Gaps Between Young and Older Americans", *Measuring Up 2006: The National Report Card on Higher Education*, http://measuringup.highereducation.org/commentary/introduction.cfm.
7. Todos os dados de empresas são de relatórios anuais e informações à SEC.

2. Abrindo a caixa de Pandora: a era da desregulamentação, 1980-2000

1. Vincent Carossa, *Investment Banking in America: A History* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970), p.322-51.
2. Banking Act of 1933 (versão original), Public Law 66, 73rd Congress, sec. 21(a)1.

3. Thomas Philippon e Ariel Resheff, “Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006” (dez 2008); esboço disponível em http://pages.stern.nyu.edu/~tphilipp/papers/pr_rev15.pdf.
4. Lawrence J. White, *The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation* (Nova York: Oxford University Press, 1990); Martin Mayer, *The Greatest Ever Bank Robbery* (Nova York: Scribners, 1990). Mayer reproduz a carta de Greenspan nas p.334-6.
5. As fontes básicas são James Stewart, *Den of Thieves* (Nova York: Touchstone, 1992); e Connie Bruck, *The Predators’ Ball: The Inside Story of Drexel Burnham and the Rise of the Junk Bond Raiders* (Nova York: Penguin, 1989).
6. Para um relato minuto a minuto do crash de 1987, ver Relatório da Comissão Brady, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (Washington, DC: USGPO, 1988).
7. Bethany McLean e Joe Nocera, *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis* (Nova York: Penguin, 2010), cap. 2, “Ground Zero, Baby”.
8. Yves Smith, *Econned: How Unenlightened Self Interest Undermined Democracy and Corrupted Capitalism* (Nova York: Palgrave Macmillan, 2010), p.152.
9. Charles R. Morris, *Money, Greed, and Risk* (Nova York: Times Books, 1999), p.168-71.
10. Alan Greenspan, “Testimony Before the House Committee on Banking and Financial Services”, 16 set 1998.
11. Alan Greenspan, “Testimony Before the House Committee on Banking and Financial Services”, 1º out 1998.
12. Alan Greenspan, “Remarks to the Chicago Conference on Bank Structure and Competition”, 8 maio 2003.
13. “Greenspan Admits ‘Flaw’ to Congress, Predicts More Economic Problems”, *PBS NewsHour*, 23 out 2008, http://www.pbs.org/newshour/bb/business/july-dec08/crisishearing_10-23.html.

3. A bolha, parte um: pegando emprestado e emprestando nos anos 2000

1. Federal Reserve Board, “Selected Interest Rates”, http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm.
2. Center for Responsible Lending, “Subprime Lending: A Net Drain on Home Ownership”, *CRL Issue Paper* n.14, 27 mar 2oo7.
3. S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index, http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/. Entre janeiro de 2000 e dezembro de 2005 o índice das dez cidades aumentou em 120%, o índice das vinte cidades em 103% e o índice nacional, em 87%.
4. *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*

(Nova York: PublicAffairs, 2011), p.89-90.

5. Índice S&P/Case-Shiller.
6. Rick Brooks e Constance Mitchell Forbes, "The United States of Subprime", *Wall Street Journal*, 11 out 2007. A matéria cobre apenas empréstimos de "alto nível", categoria que exclui todos os empréstimos de alto risco começando com taxas promocionais muito baixas, que talvez fossem a maioria deles.
7. *Financial Crisis Inquiry Report*, p.89.
8. As principais fontes materiais para o WaMu são *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, audiência do Subcomitê Permanente do Senado dos Estados Unidos sobre Investigações (daqui para frente PSI), 111º Congresso, 2ª sessão, 13 abr 2010, "Exhibits: The Role of High Risk Loans" (os documentos não são paginados); e *Federal Deposit Insurance Corporation v. Kerry K. Killinger et al.*, queixa, U.S. District Court, Western District of Washington at Seattle, 16 mar 2011.
9. PSI, *Wall Street and the Financial Crisis*, "Exhibits: The Role of High Risk Loans", Washington Mutual, "Higher Risk Lending Strategy", Finance Committee Discussion, jan 2005, e *Home Loans Discussion, Board of Directors Meeting*, 18 abr 2006.
10. Ibid. Washington Mutual, President's Club 2006 – Kauai Business Meeting.
11. Ibid. Rotella a Killinger, 27 abr 2006.
12. Ibid. Jill Simons a Timothy Bates, Risk Mit Loan Review Data "Confidential", e-mail, 28 ago 2005.
13. *Cambridge Place Investment Management Inc. v. Morgan Stanley & Co., Inc. et al.*, Superior Court of the Commonwealth of Massachusetts, queixa e requisição de júri, 9 jul 2010, p.55-6; *The People of the State of New York v. First American Corporation et al.*, Supreme Court of New York, 30 mar 2009.
14. *FDIC v. Killinger*, p.23, 25.
15. PSI, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Majority and Minority Staff Report, 13 abr 2010, http://hsgac.senate.gov/public/_files/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf.
16. http://www.nytimes.com/2011/12/14/business/ex-bank-executives-settle-fdic-suit.html.
17. *Financial Crisis Inquiry Report*, p.89-90; "Final Report of Michael J. Missal, Bankruptcy Court Examiner" (daqui para a frente Examiner's Report), *In re: New Century TRS Holdings, Inc. et al., Debtors*, U.S. Bankruptcy Court for the District of Delaware, p.57.
18. Examiner's Report, p.81-2.
19. Ibid., p.2.
20. Ibid., p.127-8.
21. Ibid., p.131.
22. Ibid. (Cobre detalhadamente as questões contábeis; ver esp. p.177-212.)

23. Shawn Tulley, “Meet the 23,000% Stock”, *Fortune*, 15 set 2003. O relato da Country-wide é baseado principalmente nos e-mails e outros documentos reunidos pela FCIC. Os documentos isolados estão disponíveis em um site acessível, http://fcic.law.stanford.edu/resource.
24. Para uma lista, ver http://en.wikipedia.org/wiki/Angelo_Mozilo#.22Friends_of_Angelo_.28FOA.29.22_VIP_program.
25. Este relato das experiências de Foster na Countrywide se baseia fundamentalmente em três fontes. A primeira é a carta à Osha descrevendo suas experiências após ter iniciado um processo como informante, que ela venceu. A carta pode ser encontrada em http://www.documentcloud.org/documents/250789-cwd-ef-final-osha-order.html#document/p8. A segunda fonte é sua entrevista a Steve Kroft, transmitida pelo *60 Minutes* em dezembro de 2011. Pode ser encontrada em http://www.cbsnews.com/8301-18560_162-57336042/prosecuting-wall-street/?pageNum=8&tag=contentMain;contentBody. A terceira fonte são os artigos de Michael Hudson baseados em sua entrevista com ela. Michael Hudson é um jornalista que trabalha no Center for Public Integrity. Seus artigos podem ser encontrados em http://www.iwatchnews.org/2011/09/22/6687/countrywide-protected-fraudsters-silencing-whistleblowers-say-former-employees.
26. Ver http://www.cbsnews.com/8301-18560_162-57336042/prosecuting-wall-street/?pageNum=2&tag=contentMain;contentBody.
27. *Commonwealth of Massachusetts v. Fremont Invest & Loan et al.*, Final Judgment by Consent, 9 jun 2009. O julgamento final incluiu uma multa de 10 milhões de dólares.
28. Citado em *Cambridge Place Investment v. Morgan Stanley*, p.66.
29. Ibid., p.69-74.
30. *Financial Crisis Inquiry Report*, p.89, 12.
31. *Cambridge Place Investment v. Morgan Stanley*, p.75-8.
32. *Washington Post*, 10 jun 2008, ver http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/ article/2008/06/09/AR2008060902626.html.
33. Calculado a partir dos respectivos relatórios anuais.
34. http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-267.htm.
35. Alan Greenspan e James Kennedy, “Sources and Uses of Equity Extraction from Housing”, Federal Reserve Board, 2007. O sr. Kennedy do Fed manteve os dados atualizados além do período estudado e os fornece a pedidos.
36. “A Home-Grown Problem”, *Economist*, 10 set 2005.

4. Wall Street cria uma bolha e a dá de presente ao mundo

1. *Financial Crisis Inquiry Report*, p.152-4.
2. http://www.finra.org/AboutFINRA/Leadership/.
3. *The Charles Schwab Corporation v. BNP Paribas Securities, Inc., et al.*, queixa retificada, Superior Court of the State of California, 2 ago 2010.

4. *Financial Crisis Inquiry Report*, p.166.
5. *Ambac Assurance Corporation et al. v. EMC Mortgage Corporation et al.*, queixa, Supreme Court of the State of New York, 2 fev 2011.
6. Ação coletiva consolidada, *American Home Mortgage Securities Litigation*, U.S. District Court, Eastern District of New York, 3 jun 2008.
7. *Ambac v. EMC*, p.70.
8. Ibid., p.71n181.
9. Ibid., p.71.
10. Ibid., p.72, 72n185.
11. Ibid., p.74-6.
12. Ibid., p.81-3.
13. Ibid., p.78, 86-7.
14. Ibid., p.93, 93n255.
15. Ibid., p.65, 66n161, 69.
16. Ibid., p.99-100.
17. Ibid., p.97.
18. Ibid., p.103.
19. Ibid., p.104.
20. Allan Sloan, "House of Junk", http://money.cnn.com/2007/10/15/markets/junk_mortgages.fortune/index.htm.
21. *Employees' Retirement System of the Government of the Virgin Islands et al. v. Morgan Stanley & Co., Incorporated, et al.*, ação coletiva, U.S. District Court, Southern District of New York, 24 dez 2009.
22. Ibid., p.13.
23. Ibid., p.15.
24. *In re: Morgan Stanley & Co., Incorporated*, Assurance of Discontinuance, Superior Court of the Commonwealth of Massachusetts, 24 jun 2010.
25. *Virgin Islands v. Morgan Stanley*, p.11.
26. Para uma análise interessante e extensa deste episódio, incluindo a relação de Hubler com sua chefe Zoe Cruz e o possível papel do sexismo em gerar as perdas de Hubler, ver http://nymag.com/news/business/46476/.
27. *Financial Crisis Inquiry Report*, "Testimony of Richard M. Bowen", III, p.1-2.
28. Ver a queixa da SEC no caso mais divulgado, disponível em http://dealbook.nytimes.com/2011/10/26/in-fight-against-securities-fraud-s-e-c-sends-wrong-signal/.
29. *HSH Nordbank AG v. UBS AG and UBS Securities, LLC*, intimação e queixa, Supreme Court of the State of New York, 25 fev 2008.
30. A discussão aqui foi retirada de PSI, *Wall Street and the Financial Crisis*, p.243-317.
31. *Financial Crisis Inquiry Report*, "Interview of Robert Rubin", 11 mar 2010.

5. Tudo desmorona: alertas, predadores, crises, respostas

1. Raghuram G. Rajan, “Has Financial Development Made the World Riskier?”, minuta, Federal Reserve Bank of Kansas City, ago 2005, p.313-69, www.kc.frb.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf.
2. Wyatt, Edward, “Judge Blocks Citigroup Settlement with SEC”, *New York Times*, 28 nov 2011, http://www.nytimes.com/2011/11/29/business/judge-rejects-sec-accordwith-citi.html?_r=1.
3. PSI, *Wall Street and the Financial Crisis*, “Exhibits: Role of Investment Banks”, David Viniar a Tom Montag, e-mail, 15 dez 2006, e sequência; Fabrice Tourre a Geoffrey Williams et al., e-mail, 18 dez 2006.
4. Ibid. “The Subprime Meltdown: Timeline of Recent Events”, apresentação ao conselho de diretores do Goldman Sachs, negócio de hipotecas subprime, 26 mar 2007; Daniel Sparks a Gary Cohn et al., e-mail e sequência, 8 fev 2007.
5. Ibid. Sparks a Montag et al., e-mail, 14 fev 2007.
6. Ibid. Sparks a Josh Birnbaum et al., e-mail, 22 fev 2007.
7. Ibid. Sparks a Jon Winkelried, e-mail, 21 fev 2007.
8. Ibid. Viniar a Gary Cohn, e-mail, 25 jul 2007.
9. Ibid. Birnbaum a [omitido], e-mail, 12 jul 2007.
10. Ibid. Code of Business Conduct and Ethics, maio 2009.
11. Ibid. Fabrice Tourre a Jonathan Egol, e-mail, 28 dez 2006.
12. Ibid. Jonathan Egol a Geoffrey Williams, e-mail, 24 out 2006, e sequência.
13. Ibid. E-mails: Aliredha Yusuf a Sparks, 9 mar 2007; Peter Ostrem a Sparks, 9 mar 2007; Robert Black a ficc spcdo et al., 21 mar 2007; Omar Chaudary a David Lehman, 7 jun 2007; troca de e-mails entre Sparks e Bohra Bunty, 19 abr 2007.
14. Ibid. Darryl Herrick a Mahesh Ganapathy, e-mail, 12 out 2006; registro de vendas, Hudson Mezzanine Funding 2006-1, Ltd., out 2006.
15. Ibid. Registro de vendas, Hudson.
16. Ibid. Ostrem a equipe, e-mail, 30 out 2006; Sparks a Montag, e-mail, 27 jan 2007.
17. PSI, *Wall Street and the Financial Crisis*, Majority and Minority Staff Report, p.585.
18. PSI, *Wall Street and the Financial Crisis*, “Exhibits: Role of Investment Banks”, Salem Deeb a Michael Swenson, e-mail, 15 dez 2006, e sequência.
19. Ibid. GS Syndicate a T-Mail Subscribers, e-mail, 28 mar 2007.
20. Ibid. Montag a Sparks, e-mail, 22 jun 2007.
21. Ibid. Matthew Bieber a Christopher Creed, e-mail, 17 set 2007 e sequência.
22. Gregory Zuckerman, “Profiting from the Crash”, *Wall Street Journal*, 31 out 2009; http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703574604574499740849179448.html.
23. Tourre a Egol, e-mail, 18 dez 2006, “Wall Street and the Financial Crisis”, evidências da audiência.
24. *Securities and Exchange Commission v. Goldman Sachs & Co. and Fabrice Tourre*, queixa, U.S. District Court, Southern District of New York, 16 abr

2010, p.10.

25. PSI, *Wall Street and the Financial Crisis*, "Exhibits: Role of Investment Banks", registro de vendas, Abacus 2007-AC1, 23 mar 2007.
26. http://www.nytimes.com/2010/04/21/business/21deals.html.
27. Os detalhes financeiros são os apresentados em *SEC v. Goldman*, a base do acordo.
28. *SEC v. Goldman*, Consent of Defendant Goldman Sachs & Co., 16 jul 2010.
29. Ver a série de Jake Bernstein e Jesse Eisinger, começando com "The Magnetar Trade: How One Hedge Fund Helped Keep the Bubble Going", *ProPublica*, 9 abr 2010; Smith, *Econned*, p.257-63.
30. Smith, *Econned*, p.260.
31. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ax3yON_uNe7I.
32. *Financial Crisis Inquiry Report*, p.243-44, 265-75.

6. Crime e castigo: o sistema bancário e a bolha como atividades criminosas

1. http://www.nytimes.com/interactive/2011/11/08/business/Wall-Streets-Repeat-Violations-Despite-PromisesStsssss.html?ref=business.
2. O principal relato é de Kurt Eichenwald, *Conspiracy of Fools: A True Story* (Nova York: Broadway Books, 2005).
3. Para as transações entre Citi e Chase, ver *In re Enron Corporation Securities Litigation*, queixa consolidada com base no artigo 1º da Constituição, U.S. District Court, Southern District of Texas, 14 maio 2003, p.35-9 (esta é a ação coletiva inicial dos acionistas da Enron); *SEC v. JPMorgan Chase*, queixa, U.S. District Court, Southern District of Texas, 28 jul 2003; Securities and Exchange Commission, Accounting and Auditing Enforcement Release n.1821, na questão de Citigroup, Inc., réu, 28 jul 2003.
4. *In re Enron Corporation*, p.500-1; *SEC v. Merrill Lynch, & Co., Inc., et al.*, queixa, 17 mar 2003, U.S. District Court, Southern District of Texas at Houston.
5. Harold Meyerson, "The Enron Enablers", *American Prospect*, 10 maio 2007.
6. Charles R. Morris, "The Hole in the Economy", *Boston Globe*, 7 jul 2002.
7. Geoff Lewis, "The Bloody Mess After the Internet Bubble", *Registered Rep*, 1º maio 2005.
8. Ibid.
9. William H. Donaldson, "Testimony Concerning Global Research Analyst Settlement", Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 7 maio 2003; Securities and Exchange Commission, Litigation Release, "Federal Court Approves Global Research Analyst Settlement", 31 out 2003; Securities and Exchange Commission, Administrative Proceeding, *In the Matter of Jack Benjamin Grubman*, 31 out 2003; Securities and Exchange Commission, Administrative Proceeding, *In the Matter of Henry M. Blodget*, 31 out 2003.

10. O relato deste episódio foi extraído de *SEC v. Charles E. LeCroy and Douglas W. MacFaddin*, queixa, U.S. District Court, Northern District of Alabama, 4 nov 2009; SEC, Administrative Proceeding, *In the Matter of JPMorgan Securities, Inc.*, Order Instituting Administrative and Cease-And-Desist Proceedings, 4 nov 2009; e William Selway e Martin Z. Braun, "JPMorgan Swap Deals Spur Probe as Default Stalks Alabama County", *Bloomberg*, 22 maio 2008.
11. A narrativa foi extraída de Martin Z. Braun, "Auction Bond Failures Roil Munis, Pushing Rates Up", *Bloomberg*, 10 fev 2008; Liz Rappaport e Randall Smith, "Credit Woes Hit Funding for Loans to Students", *Wall Street Journal*, 13 fev 2008; Floyd Norris, "Auction Market Chaos for Bonds", *New York Times*, 20 fev 2008.
12. *SEC v. Banc of America Securities LLC et al.*, queixa, U.S. District Court, Southern District of New York, 9 jun 2009, p.7. Esta e outras queixas oferecem uma descrição completa do processo.
13. Custos de acordos esperados retirados de press-releases da SEC sobre cada caso.
14. Releases de litígios da SEC.
15. http://dealbook.nytimes.com/2011/02/15/del-monte-ruling-challenges-cozy-buyout-bids/.
16. O relato aqui foi resumido de press-release do Departamento de Justiça dos Estados Unidos, "Justice Department & IRS Announce Results of UBS Settlement & Unprecedented Response to Voluntary Tax Disclosure Program", 17 nov 2009; Carolyn B. Lovejoy, "UBS Strikes a Deal: The Recent Impact of Weakened Bank Secrecy on Swiss Banking", *North Carolina Banking Institute Journal* 14 (10 fev 2010), p.435-66; Joann M. Weiner, "Brad Birkenfeld: Tax Cheat and UBS Informant Doesn't Deserve Pardon", *Politics Daily*, jun 2010; Carlyn Kolker e David Voreacos, "UBS Tax Net Snares Credit Suisse, Julius Baer Clients", *Bloomberg*, 18 set 2009; e Cyrus Sanati, "Phil Gramm and the UBS Tax Case", *New York Times*, 20 ago 2009.
17. William Wechsler, "Follow the Money", *Foreign Affairs*, jul/ago 2001.
18. *United States of America v. Credit Suisse, AG*, Deferred Prosecution Agreement, U.S. District Court for the District of Columbia, 16 dez 2008. Detalhes da evidência A, Declaração Factual.
19. Press-release, New York County District Attorney's Office, "Barclays Bank PLC Agrees to Forfeit $298 Million in Connection with Violations of the International Emergency Economic Powers Act and the Trading with the Enemy Act", 18 ago 2010; e press-releases, Departamento de Justiça, "Credit Suisse Agrees to Forfeit $536 Million in Connection with Violations of the International Emergency Economic Powers Act and New York State Law", 2 dez 2009, e "Lloyds TSB Bank Plc Agrees to Forfeit $350 Million in Connection with Violations of the International Emergency Economic Powers Act", 9 jan 2009.
20. Ver http://www.nytimes.com/2010/06/05/nyregion/05hawala.html.
21. Kevin Roose, "JPMorgan to Pay $88.3 Million for Sanctions Violations", *New York Times*, 3 ago 2011.

22. Robert H. Hast, “Private Banking: Raúl Salinas, Citibank, and Alleged Money Laundering”, depoimento perante o Subcomitê Permanente de Investigações, Comitê de Assuntos Governamentais, Senado dos EUA, 9 nov 1999 (Washington, DC: U.S. GAO, 1998).
23. Senado dos EUA, Subcomitê Permanente de Investigações, “Money Laundering and Foreign Corruption: Case Study Involving Riggs Bank”, 15 jul 2004.
24. Ed Vulliamy, “How a Big US Bank Laundered Billions from Mexico’s Murderous Drug Gangs”, *Guardian*, 2 abr 2011, http://www.guardian.co.uk/world/2011/apr/03/us-bank-mexico-drug-gangs; Andrew Nill Sanchez, “Big Bank Ignored Warnings That It Was Being Used to Launder Money by Mexican Drug Cartels”, *ThinkProgress*, 20 abr 2011, http://thinkprogress.org/economy/2011/04/20/159951/wachovia-banksdrug-cartels/.
25. http://thinkprogress.org/economy/2011/04/20/159951/wachovia-banks-drug-cartels/.
26. David Voreceos et al., “Banks Financing Mexico Drug Gangs Admitted in Wells Fargo Deal”, *Bloomberg*, 28 jun 2010; *United States of America v. American Express Bank International*, Deferred Prosecution Agreement, U.S. District Court, Southern District of Florida, 6 ago 2007.
27. Para acordos e outros dados estatísticos, ver *Securities Investor Protection Corporation v. Bernard Madoff Investment Securities, LLC*, U.S. Bankruptcy Court, Southern District of New York, Trustee’s Fifth Interim Report for the Period Ending March 31, 2011.
28. Andrew Cave, “Bernard Madoff Fraud: Increased Scrutiny in Hedge Fund Industry”, *Daily Telegraph*, 20 dez 2008.
29. *Irving H. Picard Trustee v. Citibank NA et al.*, queixa, U.S. Bankruptcy Court, 8 dez 2010; *Picard v. Merrill Lynch International*, queixa, U.S. Bankruptcy Court, 8 dez 2010; *Picard v. ABN Amro*, queixa, U.S. Bankruptcy Court, 8 dez 2010.
30. http://www.forbes.com/sites/robertlenzner/2010/11/28/suit-says-ubs-feeder-fundsknew-madoff-was-fishy-back-in-2006/.
31. http://www.ft.com/cms/s/0/e544bb08-0954-11e0-ada6-00144feabdc0.html#axzz1fKjlttnW.
32. *Picard v. UBS AG et al.*, queixa, U.S. Bankruptcy Court, 7 dez 2010, p.24.
33. *Picard v. JPMorgan Chase & Co. et al.*, queixa, U.S. Bankruptcy Court, 2 dez 2010, p.44.
34. Ibid., 1; Diana R. Henriques, “Bankers Named Who Doubted Madoff”, *New York Times*, 14 abr 2011, http://www.nytimes.com/2011/04/15/business/15madoff.html.
35. http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2011/10/06/news-conference-president.
36. A importante transcrição da FCIC pode ser encontrada aqui, bem como o site da FCIC: http://cybercemetery.unt.edu/archive/fcic/20110310173928/ e http://www.fcic.gov/hearings/testimony/subprime-lending-and-securitization-and-enterprises.

37. A carta está disponível em http://dealbook.nytimes.com/2010/03/19/the-letter-by-lehman-whistle-blower-matthew-lee/.
38. Ver http://dealbook.nytimes.com/2010/03/15/auditor-could-face-liability-over-lehman/.
39. Para uma discussão sobre a natureza cartelizada do setor como refletida nessa estrutura de comissões, ver http://www.bloomberg.com/news/2012-01-09/cohan-how-wall-street-turned-a-crisis-into-a-cartel.html.
40. http://www.consumeraffairs.com/news04/2005/credit_card_fee_suit.html; ver também http://finance.yahoo.com/news/bank-america-big-banks-face-113000788.html.
41. http://www.bloomberg.com/news/2011-11-28/secret-fed-loans-undisclosed-to-congress-gave-banks-13-billion-in-income.html.
42. http://www.nytimes.com/2011/12/04/business/secrets-of-the-bailout-now-revealed.html?_r=1&scp=1&sq=federal%20reserve%20sec%20disclosure%20lynn&st=cse.

7. Agentes de dor: finanças desregulamentadas como indústria subtrativa

1. Federal Reserve, relatórios de fluxo de fundos para os respectivos anos.
2. William J. Holstein, "Personal Business; The Home Equity Highway: Busy and Hazardous", *New York Times*, 23 dez 2001; Alan Greenspan e James Kennedy, "Sources and Uses of Equity Extraction from Housing" (Washington, DC: Federal Reserve Board, 2007; dados atualizados até 2008 pelo sr. Hamilton); Bureau of Economic Analysis, "U.S. International Trade in Goods and Services", Federal Reserve, fluxo de fundos.
3. "Global House Priers: A Home-Grown Problem", *The Economist*, 8 set 2005, em http://www.economist.com/node/4385293. Christopher B. Leinberger, "The Next Slum", *Atlantic Monthly*, mar 2008.
4. Para um exame detalhado desta e de outras questões relativas ao déficit federal e à dívida nacional dos Estados Unidos, ver Simon Johnson e James Kwak, *White House Burning: The Founding Fathers, Our National Debt, and Why It Matters to You* (2012).
5. O relato mais detalhado é de Andrew Ross Sorkin, *Too Big to Fail* (Nova York: Viking, 2009).
6. Gravações de áudio de toda a reunião da SEC disponíveis em http://graphics8 .nytimes.com/packages /audio/national/20081003_SEC_AUDIO/SEC_Open_Meeting_ 04282004.mp3.
7. Todas as informações financeiras das empresas foram retiradas de relatórios anuais 10K.
8. Sou grato a Charles Morris por esta observação, e pela frase.
9. Para a "corrida à recompra", ver Gary Gorton e Andrew Metrick, "Securitized Banking and the Run on the Repo", National Bureau of Economic Research Working Paper n.15223, 10 nov 2010.

10. http://www.huffingtonpost.com/2011/10/14/goldman-sachs-for-profit-college_n_997409.html?page=1.
11. http://chronicle.com/article/Education-Management-Corp/128560/.
12. http://www.nytimes.com/2009/10/05/business/economy/05simmons.html?pagewanted=2&dbk.
13. http://www.bloomberg.com/news/2012-02-11/sec-looking-into-private-equity-firms-valuation-of-assets.html.
14. Adair Turner, "Reforming Finance: Are We Being Radical Enough?", 2011; Clare Distinguished Lecture on Economics and Public Policy, 18 fev 2011.
15. Vito Racanelli, *Barron's*, 27 jan 2011.

8. A torre de marfim

1. Justin Bekelman, "Scope and Impact of Financial Conflicts of Interest in Biomedical Research", *Journal of the American Medical Society* 289 (2003), p.454-86; George Khusuf et al., "Understanding, Assessing, and Managing Conflicts of Interest", em Lawrence B. McCollough et al., *Surgical Ethics* (Nova York: Oxford University Press, 2006), p.343-66, citação na p.351; Senado dos EUA, Comitê de Finanças, "Staff Report on Sanofi's Strategic Use of Third Parties to Influence the FDA" (maio 2011); para os três acordos, ver press-releases do Departamento de Justiça sobre TAP (uma joint venture Abbott-Takeda), 3 out 2001; Astra-Zeneca, 20 jun 2003; e Warner-Lambert (hoje parte da Pfizer), 13 maio 2004; "Stanford Won't Let Doctors Accept Gifts", *Associated Press*, 12 set 2006, MSNBC.
2. www.brg-experts.com.
3. Ibid.
4. www.theanalysisgroup.com.
5. www.compasslexecon.com.
6. Site da empresa em www.crai.com; para receita e práticas de contratação, ver Charles River Associates, Inc., relatório 10K para 2010.
7. R. Glenn Hubbard, "How Capital Markets Enhance Economic Performance and Facilitate Job Creation" (com William C. Dudley) (Nova York: Goldman Sachs Global Markets Institute, 2004).
8. Declarações da empresa para 2011.
9. Isso era verdade até o final de fevereiro de 2012. Ver seu currículo de Columbia em http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ghubbard/cv.html.
10. A página dos depoimentos é http://www.harrywalker.com/speaker/R-Glenn-Hubbard-ovations.cfm?Spea_ID=646.
11. Steven Gjerstad e Vernon L. Smith, "Monetary Policy, Credit Extension, and Housing Bubbles: 2008 and 1929", *Critical Review* 21, n.2-3 (2009), p.269-300, citação na p.286.
12. David Goldman, "What Did Larry Summers Do at DE Shaw?", *Asia Times: Inner Workings*, 6 abr 2009, http://blog.atimes.net/?p=867.
13. Você pode ver a íntegra da entrevista, assim como os comentários de Felix Salmon, no blog de Salmon: http://blogs.reuters.com/felix-

salmon/2012/01/27/summers-inside-job-had-essentially-all-its-facts-wrong/.

14. Ver, por exemplo, http://www.rkmc.com/Credit-Default-Swaps-From-Protection-To-Speculation.htm.
15. O artigo pode ser encontrado em http://www.nytimes.com/2009/04/06/business/06summers.html.
16. Summers tem duas páginas no site de Harvard. Uma é http://www.hks.harvard.edu/about/faculty-staff-directory/lawrence-summers. A outra é http://www.hks.harvard.edu/fs/lsummer/index.htm.
17. A página na internet é http://www.harrywalker.com/speaker/Lawrence-Summersovations.cfm?Spea_ID=450.
18. Heather Timmons, "Iceland's Fizzy Economy Faces a Test", *New York Times*, 18 abr 2006.
19. Frederic S. Mishkin e Tryggvi Thor Herbertson, "Financial Stability in Iceland", Iceland Chamber of Commerce (maio 2006), p.49, 42.
20. Frederic S. Mishkin, "Policy Remedies for Conflicts of Interest in the Financial System", conferência, *Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability: A Festschrift for Charles Freedman* (jul 2003), p.10-1.
21. "Fed Governors' Financial Disclosures: 2006", Financial Markets Center (11 out 2007).
22. http://www.leighbureau.com/speaker.asp?id=501.
23. Declarações da empresa.
24. A página é http://www.harrywalker.com/speaker/Laura-Tyson-ovations.cfm?Spea_ID=43.
25. Sua biografia no escritório de palestras está em http://www.washingtonspeakers.com/speakers/biography.cfm?SpeakerID=1760.
26. http://www.prnewswire.com/news-releases/media-advisory-hal-scott-urges-narrow-application-of-volcker-rule-to-allow-bank-market-making-hedging-otherdodd-frank-permitted-activities-124002944.html.
27. Ver http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/media.shtml.
28. http://www.compasslexecon.com/Pages/default.aspx.
29. Anthony Giddens, "My Chat with the Colonel", *Guardian*, 9 mar 2007.
30. Benjamin R. Barber, "Gaddafi's Libya: An Ally for America?", *Washington Post*, 15 ago 2007.
31. Joseph S. Nye, Jr., "Tripoli Diarist", *New Republic*, 10 dez 2007.
32. David Corn e Siddhartha Mahanta, "From Libya with Love: How a US Consulting Firm Used American Academics to Rehab Muammar Qaddafi's Image", *Mother Jones*, 3 mar 2011.
33. 22 U.S.C. Sec. 611 (c)(1)(ii), http://www.fara.gov/.
34. Relatado em http://mobile.bloomberg.com/news/2012-01-07/on-the-capture-of-economists-the-ticker.
35. Ver http://www.bloomberg.com/news/2012-01-17/economists-inside-job-conflicts-beg-for-more-than-pay-disclosure-view.html.

9. Os Estados Unidos como um jogo de cartas marcadas

1. Ver, por exemplo, meus artigos em http://www.huffingtonpost.com/charles-ferguson/the-financial-crisis-and-_1_b_782927.html e também http://www.salon.com/2010/10/27/barack_obama_wall_street/.
2. Ver James Womack, Daniel T. Jones e Daniel Roos, *The Machine That Changed the World* (Cambridge, MA: MIT Press, 1991; rev. 2007), ou Kim B. Clark e Takahiro Fujimoto, *Product Development Performance* (Cambridge, MA: Harvard Business School Press, 1991).
3. Ver Ramchandran Jaikumar, "Postindustrial Manufacturing", *Harvard Business Review* (nov/dez 1986).
4. http://www.digitimes.com/news/a20120131PD200.html.
5. http://mediadecoder.blogs.nytimes.com/2011/12/02/with-verizons-3-6-billionspectrum-deal-cable-and-wireless-inch-closer/?scp=1&sq=verizon%20cable%20spectrum%20deal&st=cse.
6. Ver, por exemplo, http://www.offthechartsblog.org/what-should-corporate-tax-reform-look-like/ e http://www.nytimes.com/2011/08/06/business/workers-wages-chasing-corporate-profits-off-the-charts.html.
7. Para o Senado, ver http://www.cfinst.org/pdf/vital/VitalStats_t5.pdf. Para a Câmara, ver http://www.cfinst.org/pdf/vital/VitalStats_t2.pdf.
8. http://sunlightfoundation.com/blog/2011/12/13/the-political-one-percent-of-the-one-percent/?utm_source=The+Balance+Sheet&utm_campaign=36e95872b7-Balance_Sheet_12_02_1112_2_2011&utm_medium=email.
9. http://www.opm.gov (U.S. Government Office of Personnel Management).
10. PSI, *Wall Street and the Financial Collapse*, "Majority and Minority Staff Report", p.349.
11. Ver http://www.reuters.com/article/2012/01/20/us-usa-holder-mortgage-idUSTRE-80J0PH20120120.
12. Ver, por exemplo, o próprio site da empresa: http://www.cov.com/practice/white_collar_and_investigations/.
13. http://www.economicpolicyjournal.com/2011/01/blankfein-dimon-attending-white-house.html.
14. Ian Dew-Becker e Robert J. Gordon, "The Rise in American Inequality", *Vox* (19 jun 2008), www.voxeu.org/index.php?q=node/1245.
15. http://www.nytimes.com/2011/08/06/business/workers-wages-chasing-corporate-profits-off-the-charts.html?scp=1&sq=floyd%20norris%20u.s.%20corporate%20profits%20record%20gnp%20share&st=Search.
16. http://dealbook.nytimes.com/2011/11/29/at-the-92nd-st-y-a-cushion-against-wallst-worries/?hp.
17. http://www.thecrimson.com/article/2011/2/25/aid-financial-percent-year/.
18. http://www.nytimes.com/2011/09/14/education/14delta.html?_r=1&sq=private%20universities%20public&st=cse&adxnnl=1&scp=1&adxnnlx=1323636060-50gcU9ys-LdyDB7PikH05yg.

Agradecimentos

Há muitas pessoas às quais agradecer. Muitas delas eu não posso identificar, por motivos óbvios. E tenho certeza de que estou esquecendo algumas – desculpas antecipadas. Em primeiro lugar Charlie Morris, por tanta pesquisa, trabalho, raciocínio, ajuda e conversa. Todos na Crown/Random House, especialmente Tina Constable, Mauro DiPreta e Amanda Patten – vocês foram fantásticos, primeiro e acima de tudo por decidirem publicar e apoiar este livro, o que foi uma coisa muito corajosa a fazer. Obrigado a todos que conversaram comigo, forneceram informações, corrigiram meus equívocos, me orientaram e debateram comigo, de Larry Diamond a Josh Cohen, Ralph Gomory e muitos outros. E, claro, obrigado a todos que me ajudaram a fazer *Trabalho interno* – em especial, mas não unicamente, Audrey Marrs, Chad Beck, Adam Bolt, Alex Heffes, Kalyanee Mam, Will Cox, Matt Damon, minha ex-assistente Anna Moot Levin, minha atual assistente Stacy Roy, Michael Barker, Tom Bernard, Diane Buck, Dylan Leiner, Christina Weiss Lurie e John Sloss; a todos que apareceram no filme; a todos que assistiram a ele; e ao pessoal nos festivais de cinema de Cannes, Telluride, Toronto e Nova York que o exibiram. Meu agente literário Max Brockman, meu agente cinematográfico Jeremy Barber, meus produtores executivos John Sloss e Dana O'Keefe, meu maravilhoso advogado Jackie Eckhouse e o contador Robin Cutter. Todos na indústria cinematográfica que foram tão generosos comigo – o que significa dizer muito poucas pessoas.

Obrigado à minha adorável namorada, Audrey, e a todos os meus amigos e parentes maravilhosos que me toleraram, sobreviveram a mim e me divertiram enquanto eu estava enfurnado e que continuaram aparecendo em minhas festas embora a comida seja sempre a mesma. A Athena Sofia, por ser ela mesma. À minha mãe por ser uma arma secreta de pesquisa. À equipe do saguão do Mercer, o melhor escritório que qualquer um poderia querer. A Craft e Giorgione, por todos aqueles jantares muito tardios após um longo dia atacando o livro. Também a todos do Chez Panisse e Oliveto, por me deixarem entrar realmente tarde e me alimentarem de modo tão maravilhoso quando eu estava trabalhando na Califórnia.

Gostaria apenas que meu orientador de tese, Carl Kaysen, tivesse vivido para ver filme e livro. As coisas duras sobre economistas o teriam perturbado, mas acho que no geral ele teria gostado. Ir ao funeral de Carl foi uma das coisas mais difíceis que já fiz. Espero que sua viúva, Ruth, e sua filha, Zanny, achem que fiz justiça a ele (ou à educação que me deu) escrevendo isto.

Por fim, à minha assistente Stacy Roy, tão paciente, competente e eficaz, que suportou meus telefonemas à meia-noite, e-mails em manhãs de domingo, crises, desorganização, obsessão e excentricidade – obrigado, Stacy, por viabilizar tudo. (E você – sim, você que estiver lendo isto agora, não ouse contratá-la.)

Obrigado a todos por tornar isto possível. Por mais desalentador que este livro seja, na verdade foi muito prazeroso escrevê-lo, porque aprendi muito e tive ótimas companhias o tempo todo.

Índice remissivo

11 de setembro de 2001, ataques terroristas, 1
60 Minutes, 1-2, 3

À beira do abismo financeiro (Paulson), 1-2
Abacus 2007-AC1 (AC-1), 1, 2, 3, 4
ABN Amro, 1
ACA Management LLC, 1-2
academia, 1, 2, 3-4, 5
    conflito de interesse e, 1-2, 3, 4-5
    consequências da corrupção, 1-2
    empresas de consultoria e, 1-2, 3
    escritórios de palestras e, 1
    indústria farmacêutica e, 1
    o pessoal do dinheiro, 1-2
    política externa e, 1-2
    setor de serviços financeiros e, 1, 2-3
Ackman, William, 1, 2, 3, 4, 5
aço, indústria do, 1, 2, 3, 4, 5-6, 7
ações, mercado de, 1
    ações das pontocom, 1, 2
    ações de empresas de tecnologia, 1
    choques do petróleo e, 1, 2
    junk bonds e, 1
    quebra de 1987, 1, 2, 3
    recuperação nos anos 1980, 1
Aebi, 1
Afeganistão, 1, 2, 3, 4
agências de classificação, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10, 11, 12, 13-14, 15, 16, 17, 18
agiotas, 1
agronegócio/indústria alimentícia, 1, 2, 3, 4
AIG Financial Products (AIGFP), 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8, 9
AIG, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9-10, 11, 12, 13, 14, 15-16, 17-18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26-27, 28, 29, 30, 31, 32
Air Products and Chemicals, 1

Ajuste pelo mercado, 1
alavancagem extrema, 1, 2-3, 4, 5
Alcoa, 1
Alemanha, 1, 2, 3, 4, 5
Alliance Capital, 1
Alt-A, empréstimos, 1, 2, 3
Amazon, 1, 2, 3, 4, 5
Ambac Financial Group, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7
American Express, 1, 2
American Home Mortgage Inc. (AHM), 1-2
Ameriquest, 1, 2
Analysis Group, 1, 2, 3
antitruste, políticas, 1, 2, 3, 4, 5, 6-7, 8, 9-10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18
AOL/Time Warner, 1
Apollo Management, 1
Apple, 1, 2, 3, 4, 5, 6-7
aquisições alavancadas (LBOs), 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8
Arábia Saudita, 1
arbitragem especulativa, 1-2
armas nucleares, 1, 2-3, 4
Armstrong, C. Michael, 1
arrecadadores de renda, setor de, 1
Arthur Andersen, 1, 2, 3
assistência médica, setor de, 1, 2, 3, 4, 5
Associação Americana de Economia (AEA), 1-2
Associação dos Banqueiros de Hipotecas, 1
Associates First, 1
AT&T, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8, 9-10, 11
atividades bancárias interestaduais, 1, 2, 3
atrasos de pagamentos iniciais (EPDs), 1, 2-3
avaliadores de imóveis, 1

Bachmann, Michele, 1
Bain Capital, 1, 2
Bair, Sheila, 1
Baker, Meredith, 1
balsas geradoras nigerianas, 1
Banco Mundial, 1, 2
bancos, 1-2, 3, 4, 5, 6
    alavancagem, 1, 2
    atividades políticas e, 1
    bolha da internet e, 1-2
    em 1980, 1-2
    Enron e, 1-2

falsa humildade dos banqueiros, 1
lavagem de dinheiro e, 1-2
Madoff e, 1-2
processos de Spitzer e, 1-2
remuneração, 1-2, 3, 4
resgates, 1, 2, 3-4, 5-6, 7
sonegação fiscal e ocultação de ativos criminosos e, 1-2
títulos com taxa definida em leilão (ARS) e, 1, 2-3, 4
ver também crimes financeiros; bancos de investimento
bancos comerciais *ver* bancos
bancos de hipotecas *ver* hipotecas
bancos de investimento:
agências de classificação e, 1-2
alavancagem extrema e, 1, 2-3
antes dos anos 1980, 1-2
aquisições alavancadas (LBOs) e, 1
aumento dos bancos predatórios, 1-2
bônus, 1, 2, 3
consolidação estrutural e, 1-2
domínio de cinco empresas, 1
financiamento de curto prazo, 1-2
hipotecas e *ver* hipotecas
remuneração, 1, 2, 3
S&Ls e, 1-2
Schwab, processo, 1-2
separação entre bancos comerciais e, 1, 2-3, 4
títulos com taxa definida em leilão (ARS) e, 1
ver também bancos; bolha financeira de 2000-2007
bancos suíços, sonegação fiscal e, 1
Bank of America, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18
Bankers Trust, 1
Barber, Benjamin, 1-2
Barclays Bank, 1-2, 3, 4
Barclays Capital, 1-2, 3-4, 5
Barings Bank, 1-2
Bear Stearns, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9-10, 11, 12, 13-14, 15-16, 17-18, 19, 20, 21-22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30
Bebchuk, Lucian, 1, 2
Beneficial Finance, 1
bens de consumo eletrônicos, setor, 1, 2, 3, 4
Berkeley Research Group, 1, 2
Bernanke, Ben, 1, 2, 3-4, 5-6, 7, 8, 9, 10-11, 12, 13
Birkenfeld, Bradley, 1, 2
Black, Leon, 1

BlackRock, 1, 2
Blackstone, 1, 2, 3, 4
Blakey, Robert, 1
Blankfein, Lloyd, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10
Blodget, Henry, 1, 2
Bloomberg News, 1, 2-3, 4
bloqueio de ativos antes de julgamento, 1
BNP Paribas, 1, 2, 3
Boehner, John, 1
Boesky, Ivan, 1
Bogle, John, 1
bolha de imóveis residenciais, 1, 2-3, 4, 5-6, 7-8, 9, 10-11, 12
bolha financeira de 2001-2007, 1, 2, 3
    agências de classificação, 1-2
    Bear Stearns, 1-2
    Citigroup, 1-2
    comportamento de altos executivos, 1-2
    cultura financeira e governança corporativa durante, 1-2
    Goldman Sachs, 1-2, 3-4, 5-6
    habitação, 1-2
    Magnetar, 1-2
    Morgan Stanley, 1-2
    Schwab, processo, 1-2
Bolsa de Opções de Chicago, 1
Bolsa de Valores de Nova York, 1, 2, 3, 4
bônus, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13
Bookstaber, Richard, 1
Born, Brooksley, 1, 2, 3
Bowen, Richard, 1, 2
Brasil, 1, 2
Brattle Group, 1
Breuer, Lanny, 1, 2
Brookings Institution, 1, 2
BT Securities, 1
Buffett, Warren, 1, 2, 3
Burma, 1
Bush, George H.W., 1
Bush, George W., 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11-12, 13, 14
Bush, governo, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14-15, 16, 17
Bush, Neil, 1

cadeia alimentar da securitização, 1-2, 3, 4, 5, 6
Cain, Herman, 1
Califórnia:

bolha imobiliária na, 1-2, 3, 4, 5-6
falta de energia na, 1
Califórnia, universidade da, Berkeley, 1-2, 3
Callan, Erin, 1, 2
Campbell, John, 1, 2, 3-4, 5
Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC), 1
capital de risco, investimento, 1, 2, 3, 4, 5
Capone, Al, 1, 2
Carlyle Group, 1, 2
Carter, Jimmy, 1, 2
cartões de crédito, 1, 2, 3, 4
Case-Shiller U.S. National Home Price Index, 1
Cassano, Joseph, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Cayne, Jimmy, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11
CDOs *ver* collateralized debt obligation
CDS *ver* credit default swaps
Center for Responsive Politics, 1
Centerview, 1
Cerberus Capital Management, 1
certificados de depósito (CDBs), 1
Charles River Associates, 1, 2
Charles Schwab Inc., 1-2
Chase Bank, 1, 2, 3, 4
Chemical Bank, 1
China, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9-10, 11
choques do petróleo, 1, 2, 3, 4
Christ, Carol, 1
Chrysler Corporation, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
Cinco de Keating, 1
Cingapura, 1, 2, 3, 4
Citigroup, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14-15, 16, 17, 18-19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26-27, 28, 29, 30-31, 32-33, 34, 35, 36-37, 38, 39, 40-41, 42, 43, 44, 45, 46-47, 48, 49
ações coletivas, 1, 2, 3
processos cíveis, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9
classificações de crédito, 1, 2
Clayton Holdings, 1, 2, 3, 4
Clinton, Bill, 1, 2-3
Clinton, governo, 1, 2-3, 4-5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16-17, 18, 19
Cohan, William, 1
Cohn, Gary, 1
colégio eleitoral, 1
Columbia, universidade, Faculdade de Administração, 1, 2, 3, 4, 5, 6

collateralized debt obligation (CDOs), 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17
CDOs sintéticos, 1, 2-3, 4, 5-6, 7, 8, 9, 10, 11, 12
Comissão de Inquérito da Crise Financeira (FCIC), 1, 2, 3, 4, 5-6, 7
Comitê de Serviços Financeiros da Câmara, 1, 2
Comitê de Bancos do Senado, 1, 2, 3, 4
Commodity Futures Modernization Act de 2000, 1, 2
Commodity Futures Trading Commission (CFTC), 1, 2, 3, 4, 5, 6
Common Cause, 1
"Como os mercados de capitais melhoram o desempenho econômico e facilitam a criação de empregos" (Hubbard e Dudley), 1-2, 3
Compaq, 1
Compass Lexecon, 1, 2, 3
computadores, indústria, 1, 2, 3, 4, 5-6
concentração estrutural, 1-2, 3, 4-5, 6
confiscos federais de ativos, 1
conflitos de interesse, 1-2, 3-4, 5-6, 7
Conselho de Relações Exteriores, 1, 2
Conselho Econômico Nacional, 1, 2, 3, 4
consultoria, empresas de, 1, 2-3, 4-5, 6
contabilidade, profissão, 1, 2, 3, 4
contas de corretagem, 1
contratos de swap de taxa de juros, 1
contratos futuros de petróleo, 1
Coreia do Norte, 1
Coreia do Sul, 1, 2, 3, 4-5
corretora, 1
corretores de hipotecas *ver* hipotecas
corrupção política, 1, 2, 3, 4, 5, 6-7, 8, 9
Corzine, Jon, 1, 2
Countrywide Financial Corporation, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13
Covington & Burling, 1
Cox, Christopher, 1
Craigslist, 1, 2
Crandall, Robert, 1, 2
Cranston, Alan, 1
Crash de 2008, O (Morris), 1
credit default swaps (CDS), 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7-8, 9, 10-11, 12, 13, 14, 15, 16
Credit Suisse, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10, 11
crime organizado, 1, 2, 3, 4
crimes financeiros, 1, 2, 3, 4, 5-6
aumento após desregulamentação, 1-2
bolha da internet, 1-2
caso Del Monte, 1-2

crise financeira como consequência lógica de, 1-2
Enron, 1-2
JPMorgan Chase, 1-2
lavagem de dinheiro, 1-2
Madoff e, 1-2
títulos de taxas definidas em leilão, 1-2
sonegação fiscal, 1, 2, 3-4, 5, 6
crimes pessoais, 1, 2
crise da dívida soberana europeia, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7-8
crise financeira asiática, 1, 2, 3
crise financeira de 2008, 1, 2, 3
alertas da, 1-2, 3
como consequência lógica dos crimes financeiros, 1-2
conhecimento da, 1-2, 3-4
crise da dívida europeia e, 1-2
recessão pós-crise, 1-2
resgates federais, 1, 2, 3, 4, 5
crise financeira dos anos 1980, 1-2
Criterion, 1
Cruz, Zoe, 1, 2
Cutler, Chris, 1

D.E. Shaw, 1, 2, 3-4, 5
Daiwa Bank, 1
Dean Witter, 1
Década da Ganância, 1
DeConcini, Dennis, 1
déficit comercial, 1, 2-3
déficits orçamentários, 1, 2
Del Monte Foods, 1-2
Dell Computer, 1, 2, 3
Departamento de Estado, EUA, 1
Departamento de Habitação e Desenvolvimento Urbano, 1
derivativos, 1-2, 3, 4, 5-6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13; *ver também* credit default swaps
derivativos em negociação direta (OTC), 1, 2, 3
desemprego, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9
“Desenvolvimento financeiro tornou o mundo mais arriscado, O?” (Rajan), 1-2, 3, 4-5
desigualdade de renda, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12-13, 14, 15
desregulamentação, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9-10, 11, 12-13, 14, 15-16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25-26, 27, 28, 29, 30, 31, 32-33, 34
Deutsche Bank, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
Dillon Read Capital Management, 1, 2

Dimon, Jamie, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Dinamarca, 1
Direito, 1, 2, 3
Dirksen, Everet, 1
dívida nacional americana, 1, 2
dividendos especiais, 1-2
doações de campanha, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10
Dodd, Chris, 1
Dodd-Frank, lei, 1, 2, 3
Donilon, Tom, 1, 2, 3
Drexel Burnham Lambert, 1, 2, 3, 4
drogas, cartéis das, 1, 2, 3, 4, 5
Dudley, William C., 1, 2
duopólio político, 1, 2, 3, 4-5, 6-7, 8

eBay, 1, 2, 3
Ebbers, Bernie, 1
economia de dossel, 1-2
educação, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7-8, 9
    acesso à, 1-2
    custo do ensino superior, 1, 2-3
    índice de conclusão de curso superior, 1, 2
    índices de conclusão do ensino médio, 1, 2-3
    índices de evasão escolar no ensino médio, 1, 2
Education Management Corporation, 1-2
Ehrlichman, John, 1
Einhorn, David, 1
Eisenhower, governo, 1
Eitel, Charlie, 1
Ellison, Larry, 1
EMC Mortgage, 1
empreendimentos financiados pelo governo (GSE), 1
empréstimos: 80/1, 2
    de segunda penhora, 1
    estudantis, 1, 2, 3
    para compra de veículos, 1, 2
    por renda declarada, 1, 2, 3, 4
    “sem docs”, 1
    sobre propriedade de imóveis, 1, 2-3
energético, setor, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9
Enron Corporation, 1, 2, 3-4, 5, 6, 7-8, 9, 10, 11, 12, 13
entidades de objetivo especial (SPE), 1, 2, 3
Ernst & Young, 1, 2, 3, 4
Escritório de Administração e Orçamento, 1, 2

escritórios de palestras, 1, 2, 3
Espanha, crise da dívida e, 1, 2-3, 4
Estée Lauder, 1
estímulo federal a gastos, 1-2
extremismo político, 1, 2, 3
extremismo religioso, 1, 2, 3

Facebook, 1
Fagell, Steve, 1
Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), 1, 2, 3, 4, 5-6, 7-8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15
Federal Bureau of Investigation (FBI), 1, 2, 3
Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), 1, 2, 3, 4
Federal Home Loan Bank Board, 1, 2; *ver também* Freddie Mac
Federal Housing Administration, 1
Federal Reserve, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10, 11-12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20-21, 22
Feldstein, Martin, 1, 2-3, 4, 5
Fico, classificações de crédito, 1, 2
Financial Accounting Standards Board (Fasb), 1
Financial Crimes Report to the Public (FBI), 1
Financial Industry Regulatory Authority
(Finra), 1-2, 3, 4, 5
Financial Services Authority (FSA), 1
financiamento, empresas de, 1
financiamento de curto prazo, 1-2
Fink, Larry, 1
Finlândia, 1, 2
First Boston, 1, 2
First Franklin, 1
Fischer, Peter, 1
Fisher, Franklin, 1
Fitch, 1, 2
Flórida, 1, 2, 3, 4
Fons, Jerry, 1-2
Ford Motor Company, 1, 2, 3
Forstmann, Ted, 1
Fortune, revista, 1, 2, 3, 4
Fórum Econômico Mundial (2011), 1
Foster, Eileen, 1-2
Foxconn, 1, 2
França, 1, 2, 3, 4, 5
Frank, Barney, 1
fraude contábil, 1-2, 3, 4, 5-6, 7, 8-9, 10, 11

fraude postal, legislação de, 1, 2-3
Freddie Mac, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11
Freescale Semiconductor, 1
Fremont, 1, 2, 3
Friedman, Stephen, 1
Froman, Michael, 1, 2
Fuld, Richard, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7
Fundo Monetário Internacional (FMI), 1, 2, 3, 4
fundos de aposentadoria, 1; *ver também* fundos de pensão
fundos de curto prazo, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
fundos de hedge, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13-14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30-31, 32, 33, 34, 35-36, 37, 38, 39
fundos de pensão, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10
fundos mútuos, 1, 2, 3, 4
fusões, 1-2

Garland, John, 1
Garn-St. Germain Act, 1
gastos:
  governos estaduais, 1, 2
  governos municipais, 1
  deficitários, 1, 2, 3-4, 5, 6, 7
  pessoais cobrados como sendo da empresa, 1, 2
GE Capital, 1, 2
Geithner, Tim, 1, 2-3, 4, 5
General Electric (GE), 1, 2, 3, 4, 5
General Motors (GM), 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13-14
Gensler, Gary, 1
Gibson Greeting Cards, 1, 2
Giddens, Anthony, 1-2
Gilbert, Richard, 1-2, 3
Gingrich, Newt, 1, 2, 3
Glass-Steagall, lei de 1933, 1, 2, 3, 4
revogação da, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Glenn, John, 1, 2
Global Crossing, 1
Globalização, 1, 2, 3, 4, 5
GMAC, 1
Gnaizda, Robert, 1, 2, 3
Golden West Financial, 1
Goldman Sachs, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10-11, 12, 13, 14, 15, 16-17, 18-19, 20-21, 22-23, 24, 25-26, 27-28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45-46, 47, 48, 49-50, 51, 52-53, 54, 55, 56, 57-58, 59, 60
Goldstein, Jeffrey, 1

“Golpe silencioso, O” (Johnson), 1
Google, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Grã-Bretanha, 1, 2, 3
Gramm, Phil, 1, 2, 3, 4, 5-6
Gramm, Wendy, 1, 2
Grande Depressão, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12
Greatest Trade Ever, The (Zuckerman), 1
Grécia, crise da dívida e, 1, 2-3, 4, 5
Greenberg, Ace, 1
Greenberg, Maurice (Hank), 1, 2
Greenlining Institute, 1
greenmail, 1-2, 3
Greenspan, Alan, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8, 9, 10-11, 12, 13-14, 15, 16, 17, 18, 19, 20
Greenwich Capital, 1
Gregory, Joe, 1
Grove, Andy, 1
Gruber, Jonathan, 1
Grubman, Jack, 1-2, 3
GSAMP Trust, 1

H&R Block, 1, 2
Haarde, Geir, 1
habilidades da força de trabalho, 1, 2
Haggerty, Mary, 1-2
Halliburton, 1
Harbinger Capital, 1
Harvard, universidade, 1, 2, 3, 4-5, 6-7, 8, 9, 10-11
Harvard Corporation, 1
Hausman, Jerry, 1, 2, 3
Hernandez, Carlos M., 1
Hewlett-Packard, 1, 2
hipotecas:
  bolha de imóveis residenciais, 1, 2-3, 4, 5-6, 7-8, 9, 10-11, 12
  empréstimos 80/1, 2
  empréstimos Alt-A, 1, 2, 3, 4
  empréstimos de segunda penhora, 1
  empréstimos por renda declarada, 1, 2, 3, 4
  fraude em hipotecas, 1-2, 3, 4-5
  juros baixos, 1, 2, 3, 4
  juros fixos, 1
  juros variáveis, 1, 2
  obrigações de hipoteca colateralizadas (CMO), 1
  Option-ARM, 1, 2-3

subprime, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13-14, 15
títulos lastreados em hipotecas (MBS), 1, 2, 3, 4-5, 6-7, 8-9, 10-11, 12, 13, 14
Hockfield, Susan, 1, 2, 3
Hogan, John J., 1
Holbrooke, Richard, 1
Holder, Eric, 1
Home Ownership and Equity Protection Act (Hoepa), 1, 2, 3, 4
Hormats, Robert, 1
“House of Junk” (Sloan), 1
Household Finance, 1
HSBC, 1, 2, 3
HSH Nordbank, 1
Hubbard, Glenn, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8, 9
Hubler, Howie, 1-2, 3, 4
Hudson Mezzanine Funding 2006-1, 1, 2, 3
Hungria, 1

IBM Corporation, 1, 2, 3, 4, 5-6
Icahn, Carl, 1
IKB Industrie Deutschebanke AG, 1
Ilhas do Canal, sonegação fiscal e, 1
Ilhas Virgens, fundo de pensão, 1-2, 3
Immelt, Jeffrey, 1
imóveis:
bolha dos, 1, 2, 3-4, 5-6, 7, 8, 9-10
corretores, 1, 2
impostos:
corte de, 1, 2
formas de evitar, 1-2, 3
para os ricos, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10, 11
pessoa jurídica, 1-2, 3, 4, 5, 6
sobre imóveis, 1
sonegação de, 1, 2, 3-4, 5, 6
incentivos, 1-2, 3, 4, 5
indenizações de demissão, 1, 2, 3, 4, 5-6
Índia, 1, 2, 3, 4, 5
índice de conclusão de curso superior, 1, 2
índices de conclusão do ensino médio, 1, 2
índices de evasão no ensino médio, 1, 2
indústria automobilística, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7-8, 9 10
indústria farmacêutica, 1, 2, 3
inflação, 1, 2, 3, 4
infraestrutura, 1, 2, 3

infraestrutura de banda larga, 1, 2, 3-4, 5, 6, 7
inovação financeira, 1-2
insider trading, 1, 2
Intel, 1, 2, 3, 4
internet:
    bolha da, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8-9, 10, 11, 12
    revolução da, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
    serviços, 1, 2-3, 4, 5
investigação, 1, 2-3, 4
Investment Company Act, 1940, 1
Irã, lavagem de dinheiro e, 1, 2-3
Iraque, guerra, 1, 2
Irlanda, crise da dívida e, 1, 2-3, 4
IRS (Receita Federal americana), 1, 2, 3, 4
Islândia, dívida bancária, 1, 2, 3-4
Itália, 1, 2, 3

Jackson, Shirley, 1
Japão, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9
Jefferson County, Alabama, 1, 2, 3
Jobs, Steve, 1
Jogada do século, A (Lewis), 1
Johnson, Simon, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7
joint ventures, 1
Jones, Day, Reavis e Pogue, 1
JPMorgan Chase, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18-19, 20, 21-22, 23, 24, 25, 26, 27-28, 29, 30
Julius Baer, 1, 2
junk bonds, 1-2, 3, 4, 5
juros baixos, 1, 2, 3, 4
Justiça, Departamento de, EUA, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8-9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17

Kabaker, Matthew, 1
Kadafi, Muamar, 1, 2-3
Kadafi, Saif, 1
Kaye Scholer, 1
Keating, Charles, 1, 2
Kelley, Martin, 1
Kennedy, John F., 1
Khuzami, Robert, 1, 2
Killinger, Kerry, 1-2, 3
Kim, Dow, 1
Kim, Richard, 1
KKR Financial Corporation, 1, 2, 3, 4

Knapp, Charles, 1
KPMG, 1
Kravis, Henry, 1
Kroft, Steve, 1
Krugman, Paul, 1

Lagarde, Christine, 1, 2, 3
Lauder, Ronald S., 1
lavagem de dinheiro, 1, 2, 3-4
Law and Economics Consulting Group (LECG), 1, 2-3, 4
Lay, Kenneth, 1
Lee, Matthew, 1, 2
Lee, Thomas H., 1
Lehman Brothers, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13-14, 15-16, 17-18, 19-20, 21, 22, 23, 24, 25, 26-27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34
lei de reinvestimento na comunidade, 1, 2
lei de liberdade de informação, 1
Leland, Hayne, 1-2
Letônia, 1
Levin, Carl, 1-2, 3, 4-5, 6
Levitt, Arthur, 1
Lew, Jacob, 1
Lewis, Michael, 1, 2
Libertas, 1-2, 3
Líbia, 1, 2, 3, 4-5
Liechtenstein, sonegação fiscal e, 1
Liechtenstein Fürsten-Bank, 1
linhas de crédito de propriedade residencial (Heloc), 1
Linklaters, 1
Lippmann, Greg, 1
Lipton, David, 1
liquidez, opções de, 1-2, 3
Lloyds Bank, 1-2, 3
lobby, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22-23, 24, 25, 26
Loeb, David, 1
London Inter Bank Offered Rate (Libor), 1, 2
Long Beach Mortgage Corporation, 1, 2, 3, 4, 5
Long-Term Capital Management (LTCM), 1, 2, 3, 4

Macavoy, Paul, 1
Mack, John, 1
maconha, posse de, 1-2
Madoff, Bernard L., 1, 2-3, 4, 5-6
máfia, 1

Magnetar, 1, 2, 3-4, 5
Mahonia, 1
Malkiel, Burton, 1
mão de obra, produtividade, 1, 2, 3, 4
Markit, 1
Markopolos, Harry, 1
Massachusetts Institute of Technology (MIT), 1, 2, 3
MasterCard, 1, 2
MBIA, 1, 2, 3, 4, 5, 6
McCain, John, 1
McCormick, David, 1-2
McDonald's, 1
MCI, 1
McMahon, Ed, 1
medicina, 1, 2-3
Meeker, Mary, 1, 2
Mercado financeiro: a crise anunciada (Bookstaber), 1
mercado futuro de ações, 1
Meriwether, John, 1
Merrill Lynch, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14-15, 16, 17, 18-19, 20-21, 22-23, 24, 25, 26-27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37-38, 39
Mers, 1, 2
Merton, Robert, 1
México, 1
MF Global, 1
Microsoft, 1, 2, 3, 4, 5
mídia, setor de, 1, 2, 3, 4, 5
Milken, Michael, 1-2, 3, 4
Mishkin, Frederic, 1, 2, 3-4, 5, 6
modelo de produção "enxuto", 1, 2
Money Store, 1
Mongelluzzo, John, 1
Monitor Group, 1, 2, 3
Montag, Tom, 1
Moody's, 1, 2, 3, 4-5, 6
Moore, Gordon, 1
Morgan Stanley, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10-11, 12-13, 14, 15, 16, 17-18, 19, 20, 21, 22, 23, 24-25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32
Morris, Charles, 1, 2, 3, 4
movimentos políticos radicais, 1
Mozilo, Angelo, 1, 2, 3-4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13
multas, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7

Nasdaq, bolsa de valores, 1, 2, 3, 4

National Security Letter, 1
NationsBank, 1, 2
negociação de alta frequência, 1
New Century Financial Corporation, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7-8, 9
New Deal, leis do, 1, 2
New York Times, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
New York, revista, 1
Nides, Thomas, 1
Nierenberg, Michael, 1-2
Nixon, Richard, 1, 2, 3
Nocera, Joe, 1
Nomura, 1
North Street 1, 2
Noruega, 1
Noyce, Robert, 1
NRSRO (Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations), classificações, 1
Nye, Joseph S., 1-2

O'Meara, Christopher, 1
O'Neal, Stan, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8, 9
Obama, Barack, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13-14, 15-16, 17-18, 19, 20
Obama, governo, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17-18
Occupy Wall Street, movimento, 1, 2, 3, 4, 5
ocultação de ativos criminosos, 1-2, 3, 4-5
ofertas públicas iniciais (IPOs), 1-2, 3
Office of Federal Housing Enterprise Oversight (Ofheo), 1-2
oligarquia, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10, 11, 12, 13
opções de ações, 1, 2, 3
Opep (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), 1
Option One, 1, 2, 3, 4
Option-ARM, 1, 2-3
Oracle, 1, 2
Orange County, Califórnia, 1
Orszag, Peter, 1
Ownit, 1

Palin, Sarah, 1
Pandit, Vikram, 1, 2
paraísos fiscais no exterior, 1
Parsons, Richard, 1
partidos políticos, 1, 2
  Democrata, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16
  Republicano, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14

Patterson, Mark, 1
Paul, Ron, 1
Paul, Weiss, Rifkind, 1
Paulson, Henry (Hank), 1, 2-3, 4-5, 6, 7, 8, 9, 10, 11
Paulson, John, 1, 2, 3, 4-5, 6, 7, 8
Pelosi, Nancy, 1
penhoras declaradas, 1
penhoras ocultas, 1
Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC), 1
Perelman, Ronald, 1
perjúrio, 1, 2-3
Perry, Rick, 1
pesquisa médica, 1
Pickens, T. Boone, 1
Pinochet, Augusto, 1
pirâmides financeiras, 1, 2, 3-4, 5
PMI Inc., 1
pobreza:
    aumento do índice de, 1, 2
    infantil, 1, 2
poder de intimação, 1, 2
pontocom, ações de, 1, 2
porta giratória das contratações, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10
Porter, Michael, 1
Portes, Richard, 1, 2-3
Portugal, crise da dívida e, 1, 2, 3
Pratt, Richard, 1
preço de imóveis residenciais, 1, 2
prêmios por spread de rendimento, 1, 2
prescrição, 1
Primerica, 1
Prince, Chuck, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Princeton, universidade, 1
private equity, setor de, 1-2, 3
procedimentos internos, obediência aos, 1
processos penais, 1, 2
    argumento moral para, 1
    Enron e, 1
    escândalos das S&Ls e, 1, 2-3
    falta de, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14-15, 16, 17, 18-19, 20, 21-22, 23
    fraude contábil e, 1, 2-3
    informações privilegiadas e, 1
    insider trading e, 1

Milken e, 1, 2, 3
perjúrio e, 1, 2-3
Spitzer e, 1-2
suborno e, 1, 2-3
violações da legislação antitruste e, 1, 2-3
violações da lei de serviços honestos e, 1, 2-3
violações da lei Rico e, 1, 2-3
violações da lei Sarbanes-Oxley e, 1, 2-3
Procter & Gamble, 1
propaganda política, 1, 2, 3
ProPublica, 1
protecionismo, 1
Proxmire, William, 1
Putnam, Robert, 1

Quayle, Dan, 1

Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act (Rico), 1, 2-3
Raines, Franklin, 1, 2-3
Rajan, Raghuram (Raghu), 1, 2-3, 4, 5, 6-7, 8
Rajaratnam, Raj, 1
Rattner, Steven, 1
Reagan, governo, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Reagan, Ronald, 1, 2, 3, 4-5
rebaixamento contábil, 1, 2, 3
reforma fiscal, 1
regras de transparência para ajuda federal, 1, 2-3
Reilly, Gerald, 1
relação empréstimo-valor (LTV), 1, 2-3, 4
remuneração, 1, 2-3, 4, 5, 6-7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19-20, 21, 22-23
renda familiar média, 1-2, 3, 4
repasse de casas, 1, 2
Repo 1, truque, 2, 3, 4, 5, 6
resgates federais, 1, 2, 3, 4, 5
Resolution Trust Corporation, 1
Rhinebridge Capital, 1
Rice Financial Products, 1
Rico, crimes, 1, 2-3
ricos:
cortes de impostos para os, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10, 11
desigualdade de renda e, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12-13, 14, 15-16
educação e os, 1-2
filhos dos, 1, 2, 3
fontes da riqueza, 1-2

políticas determinadas pelos, 1, 2
Riegle, Donald, 1
Riggs Bank, 1
Roach, Stephen, 1, 2
Rogoff, Ken, 1
Romney, Mitt, 1, 2, 3, 4
Rotella, Steve, 1
Roubini, Nouriel, 1, 2, 3, 4, 5
Royal Bank of Scotland, 1
Rubin, Robert, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10, 11, 12, 13, 14, 15
Rubinfeld, Daniel, 1-2, 3
Rubinstein, David, 1
Rubinstein, Mark, 1-2
Rule 10b-1, 2

S&Ls, instituições de poupança e empréstimo, 1, 2, 3
colapso das, 1-2, 3, 4-5
hipotecas e, 1
junk bonds e, 1, 2, 3
S&P 500, índice de ações, 1
Sachs, Jeffrey, 1
Sachs, Lewis, 1
Sacramento, Califórnia, sem-teto em, 1
Safarha, Reza, 1
Safe Ground, 1
Salinas de Gortari, Carlos, 1
Salinas, Raúl, 1-2
Salmon, Felix, 1-2
Salomon Brothers, 1, 2, 3
Salomon Smith Barney, 1
Sandoz Pharmaceuticals, 1
Sanford Bernstein, 1
Sankey, Brian, 1
Sanofi, 1
Sarbanes-Oxley, lei, 1, 2-3
Schmalensee, Richard, 1, 2, 3
Schneiderman, Eric, 1
Scholes, Myron, 1
Schultz, Howard, 1
Schwab *ver* Charles Schwab Inc.
Schwarzman, Steve, 1, 2
Scott, Hal, 1, 2-3, 4
Seattle, Washington, sem-teto em, 1
Securities and Exchange Commission

(SEC), 1, 2, 3, 4, 5, 6-7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21-22, 23, 24-25, 26-27, 28-29, 30-31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48
Securities Exchange Act de 1934, 1, 2
Securities Investor Protection Corporation (SIPC), 1
Segunda-feira Negra, 1
seguro de carteira, 1-2, 3
seguros, 1-2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12-13, 14, 15
sem-teto, aumento do número de, 1
serviços financeiros, setor, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8
  academia e, 1, 2-3
  alavancagem extrema, 1, 2-3, 4, 5
  concentração estrutural e, 1, 2-3, 4, 5
  desregulado, 1-2
  financiamento de curto prazo, 1-2, 3
  interdependência sistêmica no, 1, 2-3
setor industrial, 1
sistema bancário na sombra (“shadow banking”), 1, 2, 3-4, 5
Shapiro, Carl, 1, 2, 3
Shapiro, Mary, 1, 2
Shearson Lehman, 1
Shiller, Robert, 1
Sidak, Gregory, 1
Silverado, 1
Silverstein, Baron, 1-2
Simmons, Ruth, 1
Simmons Bedding Company, 1, 2-3
Simon, William, 1, 2
Simons, Jim, 1
sindicatos, 1, 2
SIVs *ver* veículos de investimento estruturados
Skilling, Jeffrey, 1
Sloan, Allan, 1, 2
Smith Barney, 1
Smith, Yves, 1, 2
Snow, John, 1-2
Sociedade de soma zero, A (Thurow), 1
software, setor, 1
Soros, George, 1, 2
Spar, Debora, 1
Sparks, Daniel, 1-2, 3, 4, 5, 6-7, 8
Spector, Allen, 1
Sperling, Gene, 1
Spitzer, Eliot, 1, 2, 3-4, 5, 6

Squam Lake Group, 1
Squared, 1-2
St. Denis, Joseph, 1, 2
Standard & Poor's, 1, 2, 3, 4
Stanford, Allen, 1
Stanford, universidade, 1
Faculdade de Medicina, 1
status de ocupação, 1
Stewart, Martha, 1
Stiglitz, Joseph, 1
Stoneville, 1
Strauss-Kahn, Dominique, 1
Subcomitê Permanente de Investigações do Senado, 1, 2, 3-4, 5, 6, 7
suborno, 1, 2-3, 4, 5-6, 7, 8
subprime, hipotecas, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13-14, 15
Success of Open Source, The (Weber), 1
Sudão, 1, 2
Suécia, 1
Sullivan, Martin, 1
Sumitomo Bank, 1
Summers, Larry, 1, 2, 3, 4, 5, 6-7, 8, 9-10, 11, 12, 13, 14, 15, 16
Suprema Corte dos Estados Unidos, 1, 2

Taconic Capital Advisors, 1, 2, 3
Taibbi, Matt, 1
Tailândia, 1
Taiwan, 1, 2, 3, 4
tarifas de intercâmbio, 1
taxas de juros, 1, 2-3, 4, 5, 6, 7, 8
Tea Party, movimento, 1
tecnologia da informação, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8-9, 10
Teece, David, 1
telecomunicações, setor de, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9-10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21
Temin, Peter, 1, 2, 3, 4
terceirização e transferência para o exterior, 1, 2-3, 4, 5, 6
terceiro partido, 1, 2
terrorismo, 1, 2, 3
Tesouro, Departamento do, EUA, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
Tesouro, títulos do, 1, 2, 3, 4, 5, 6
testemunho sob juramento, 1
Tett, Gillian, 1
Texas Pacific Group, 1, 2
Thain, John, 1, 2-3, 4

THL, 1-2
Thornton, John, 1
Thurow, Lester, 1
Timberwolf, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Time Warner, 1
títulos, busca de, 1
títulos, classificação de *ver* agências de classificação
títulos com taxa definida em leilão (ARS), 1, 2, 3-4, 5
títulos de hipotecas com taxas e vencimentos diferentes (CMOs), 1
títulos lastreados em empréstimos (CLOs), 1
títulos lastreados em hipotecas residenciais (RBMS), 1, 2
títulos municipais, 1-2, 3
T-Mobile, 1
tomada de controle hostil, 1
Tourre, Fabrice, 1, 2, 3, 4
Trabalho interno (documentário), 1, 2, 3, 4-5, 6-7, 8, 9, 10-11, 12, 13, 14, 15, 16, 17
Travelers Insurance, 1
Tricadia, 1, 2, 3, 4, 5
Turner, lorde Adair, 1-2
Turquia, 1
Tyson, Laura D'Andrea, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12

U.S. Trust, 1
UBS, 1, 2, 3-4, 5-6, 7-8, 9-10, 11
União Europeia, 1, 2, 3
união firme, fenômeno, 1-2
União Soviética, 1, 2
uniões de crédito, 1

veículos de investimento estruturados (SIVs), 1, 2, 3, 4, 5, 6
verificação de emprego, 1
Verizon, 1, 2, 3, 4
Vernon Savings Bank, Texas, 1
Verschleiser, Jeffrey, 1-2, 3-4
Vestar, 1
Vietnã, guerra do, 1
Viniar, David, 1, 2, 3
violações da lei de serviços honestos, 1, 2-3
Visa, 1, 2
volatilidade, 1, 2, 3, 4, 5, 6
Volcker, regra, 1, 2, 3

Wachovia, 1, 2-3, 4-5, 6
Wade, Robert, 1

Wall Street Journal, 1, 2
Walmart, 1
Washington Mutual (WaMu), 1, 2-3, 4, 5, 6, 7
Watergate, escândalo, 1, 2, 3
Waters, Maxine, 1
Weber, Steven, 1
Weil, Raoul, 1
Wells Fargo, 1, 2, 3, 4, 5
Wharton School, 1
WMC Mortgage, 1, 2, 3
WorldCom, 1-2, 3
Wozniak, Steve, 1

Yahoo, 1
Yale, universidade, 1
Yom Kippur, guerra do, 1

Zames, Matthew E., 1
Zingales, Luigi, 1
Zuckerman, Greg, 1

Título original:
Predator Nation
(*Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*)

Tradução autorizada da primeira edição americana,
publicada em 2012 por Crown Business, um selo da Crown Publishing Group,
uma divisão da Random House, Inc., de Nova York, Estados Unidos

Copyright © 2012, Charles Ferguson

Copyright da edição brasileira © 2013:
Jorge Zahar Editor Ltda.
rua Marquês de S. Vicente 99 – 1º | 22451-041 Rio de Janeiro, RJ
tel (21) 2529-4750 | fax (21) 2529-4787
editora@zahar.com.br | www.zahar.com.br

Todos os direitos reservados.
A reprodução não autorizada desta publicação, no todo
ou em parte, constitui violação de direitos autorais. (Lei 9.610/98)

Grafia atualizada respeitando o novo Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa

Preparação: Diogo Henriques | Revisão: Eduardo Farias, Lucas Bandeira |
Indexação: Gabriella Russano | Capa: Sérgio Campante
Imagem da capa: © Robert Cocozza/iStockphoto

Edição digital: fevereiro 2013

ISBN: 978-85-378-1055-2

Arquivo ePub produzido pela **Simplíssimo Livros**